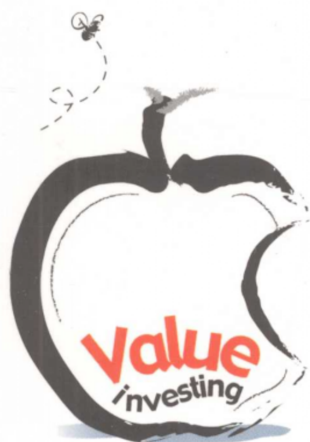
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Value Investing

价值投资胜经



巴菲特导师
本杰明·格兰汉姆
经典投资战略

[美] 珍妮特·洛 著
简丰敏 译

華夏出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Value Investing

价值投资胜经

巴菲特导师本杰明·格兰汉姆经典投资战略

[美] 珍妮特·洛 著
简丰敏 译

華夏出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

价值投资胜经:本杰明·格兰汉姆经典投资战略/(美)洛著;简丰敏译.-修订本.-北京:华夏出版社,2008.4
ISBN 978-7-5080-4602-0

Ⅰ.价… Ⅱ.①洛… ②简… Ⅲ.股票-证券投资-经验-美国
Ⅳ.F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 031353 号

Janet Lowe: *Value Investing made easy*.
Copyright © 1996 by Janet Lowe
Chinese Language edition published by Huaxia Publishing House
本书英文版于 1996 年出版,版权为 Janet Lowe 所有。
本书中文版专有出版权由 McGraw-Hill, Inc. 授予华夏出版社,版权为华夏出版社所有。未经出版者书面允许,不得以任何方式复制或抄袭本书内容。

版权所有　翻印必究

价值投资胜经
〔美〕珍妮特·洛　著
简丰敏　译

策　　划: 陈小兰
责任编辑: 陈小兰

出　　版: 华夏出版社
(北京市东直门外香河园北里 4 号　邮编:100028　电话:64663331 转)
印　　刷: 世界知识印刷厂
装　　订: 三河市兴达印务有限公司
经 销 者: 新华书店
开　　本: 1/16 开
印　　张: 15
版　　次: 2008 年 5 月北京第 2 版　2008 年 5 月北京第 1 次印刷
定　　价: 29.00 元

本版图书凡印刷、装订错误,可及时向我社发行部调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序一

波澜过后，愈见峥嵘

“股海诡谲”，恐怕是许多投资人共同的心声。特别是在国内外金融市场声气相通、新闻动辄成为炒作题材的今天，股市投资的难度也逐渐攀高。

在台湾省，由于小额投资人占投资人数85%以上，小散户与大法人同场竞技的情形屡见不鲜。纯粹从专业投资的角度来看，小额投资人没有机构投资人那么多的投资成本，没有那么多的时间与精力做所有个股的深入研究，也没有太多证券分析相关的学术背景，即便仅是想要超越指数也并不容易。

许多人曾经在不同的场合问我，“怎么样才能成为一个成功的投资人？”我的答案总是同样一句话：“平常心最重要！”这里所谓的平常心包括了许多方面——不要指望投资可以创造超额利润，不要幻想可以一夜暴富，不要因为市场暂时下跌就心浮气躁，更不要超额借贷用“闲钱”以外的资金来投资；尤其重要的是，得自己下工夫研读市场资讯，而不是盲目追随坊间的明牌进进出出。“要怎么收获，就怎么播种”，这句话套用在投资理财上也是十分适用的。

对于散户投资人来说，如果心有余而力不足，那么最好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式就是投资共同基金，请基金公司的专家来借箸代筹；如果时间与精力都许可，那么选择少数基本面较佳的股票，持股长线续抱，也是很好的策略。

这些看似“老生常谈”的论调，其实是最经得起时间考验的，而且也都在《价值投资胜经》这本书当中一一得到了验证。过去数十年来曾经独领风骚的投资理论不知凡几，但从来没有一个学派像“价值投资”一样，历经股市波澜冲击，依然峥嵘屹立。美国价值投资学派的创始人本杰明·格兰汉姆及超级巨富沃伦·巴菲特等人就是很好的典范；他们以兼顾定量、定性的方式，找出合乎价值投资标准的股票，然后长线投资，历经数十年股市荣枯洗礼，缔造出惊人的投资成果，而成为纵横华尔街的常胜军。

格兰汉姆对“价值投资”(value investing)的看法，可以从他的《有价证券分析》中一览无疑，该书完稿迄今已逾半世纪(1940年初版问世)，其中有不少见解仍然是今天投资界的金科玉律；但也因为成书时间极久，遣词用字较为艰涩，对于大多数的人而言，阅读原书实非易事。

此次麦格劳·希尔公司出版的《价值投资胜经》一书，则以阐释格兰汉姆的原书、巴菲特的撰述、并引用诸多华尔街案例的方式，为有心稳扎稳打、涉猎股市的投资人，指出了很好的入门之道。即使是没有任何财务分析背景的人，在读过这本书之后，也会知道财务报表分析、财务比例分析、如何建立投资组合等方法。值得一提的是，除计量分析之外，书中还提醒投资人应注意经营团队的品质，而这也是一般股票投资作品中较为少见的。

译者简丰敏小姐具国内外证券资格考试资历，投身国内证券投资业亦有数年之久，对于国内外证券金融市场、共同基金产品均有深入了解，译笔流畅、深入浅出，更增加了本书的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可读性。

有心稳健投资的人必定会发现，这本书将是让自己了解如何从“平常心”成功获利的绝佳利器。

宋文琪

（本文作者为怡富证券投资信托公司总经理）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序二

20 世纪最具影响力的投资哲学

美国投资实务界公认最成功的理财投资专家，莫过于沃伦·巴菲特与彼得·林奇两人了。他们俩卓越的投资绩效，让人们不得不相信其成功是来自“技术”而非“运气”。其中巴菲特尤其值得佩服，其个人财富居于全球第二，是全球理财投资人的典范。众多投资人都想学习投资大师的投资哲学与技术。事实上，巴菲特的启蒙老师本杰明·格兰汉姆，正是投资界公认的股票“基本分析”的开山祖师。巴菲特与林奇的投资理念与格兰汉姆有众多相似之处。若有一本书能整合这三位投资大师的精粹，那该多好！很幸运地，这正是珍妮特·洛写这本书的目的。

珍妮特·洛亦是格兰汉姆的高徒，负责纽约投资管理公司的资金管理多年，并著有多本有关价值投资的畅销书。事实上，这三位投资大师有一共同点——皆采用所谓的“由下而上”(bottom-up) 分析法，亦即重视投资标的的本质，而不睹大盘走向。因此，作者在叙述“价值投资法”的观念时，适时带入三位投资大师的看法，以为佐证，使本书的说服力增强许多。

本人深信阅读完本书的投资人，内心将有与我相同的安定与自信。本书着重投资哲学观念的启发，不重分析技术。其中的重点可节录如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 成功的投资人往往是有耐心的反市场心理的人；此类投资人仅关注已知的投资标的，在价格便宜时才买进。
- 成功的投资人往往有正确的态度——重公司营运而不重大盘；有充分资讯才做交易。
- 成功的投资人在投资前先有安全边际的心理准备——买有资产或现金做担保、低举债、收益品质佳、有稳定股息、低本益比，且成立已有一段历史的公司。
- 成功的投资人非常重视投资公司是由谁管理，是以买整个企业而非只是股票投资人的心态从事投资。有高的产品市场占有率、高毛利率、高投入资本报酬率的公司，是价值型投资人优先买入持有的投资标的。

在投资实务界，最近流行所谓的“投资风格”，亦即股票有不同的分类，而投资人亦有不同的投资风格，其中的一种分类便是“价值型”与“成长型”。在大多数的财务实证上，发现价值型股票的投资报酬优于“成长型”股票；本人利用国内资料发现“价值型股票”的三年平均报酬率优于“成长型股票”，与国外实证结果遥相呼应。对国内一般小额投资人，这是很大的启示，因为这意味着，追逐成长股的投资行为，最后的结果是被套牢；其长期表现反而不如稳扎稳打的、价位便宜、本质好的股票来得杰出。

本人期盼本书的推出有助本国股票市场投资水准的提高；而投资人也得以学以致富，成为快乐的成功投资人。

吴启铭
〔本文作者为国立政治大学财务管理系所副教授暨美国财务分析师(CFA)〕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代　　序

想要成为一个成功的投资人，就得像优秀的医生一样，懂得数字背后所代表的确切事实，然后把它们适当运用在日常生活之中。但如果投资这门艺术真是如此简单易行，恐怕也就不会有人变为中下阶级了。

尽管如此，想成为一个成功的投资人不能忽略学习，而且是有许许多多课题亟待学习。股票市场的价格变动幅度，常常就像海洋一样——可能是风平浪静，也可能是波浪滔天。机敏的投资人一定得会估算金融气象的现况与可能走势，还得能抗拒盲目追随群众起舞：当每一个人都大赚其钱的时候，他们知道市场下挫已经隐然成型。

现在美国股市持续上升的荣景，很容易让人想起 1929 年与 1968 年的状况——连连翻升的股市吸引了许多非投资人加入投资的行列。现在，价格较低的期权已经成为高价股票的替代品；民众被每天的股价变化弄得目瞪口呆，他们没有注意到，长期的经济变化才是最后决定股价的关键。

现在美国的多头市场吸引了超过 6，000 种以上的共同基金，可供选择的形式种类与基金规模也很多；但大部分却是由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年纪尚轻、没有经过市场大风大浪的经理人所管理。大多数基金经理人无法维持绩效表现的状况也足以证明，想要预测大盘有多么困难！

我有幸在1931至1956年间，在哥伦比亚大学担任本杰明·格兰汉姆(Benjamin Graham)的助教，并学习到价值投资法的详细内容；这是不随波逐流，保护自己不受证券市场始料未及的变动冲击的最好方法。在纽约我自己的卡恩兄弟基金公司，我也长期遵循格兰汉姆所传授的法则。

大多数人都多少认识一两个在投资领域上卓有成就的人——把他们找出来之后，如果你的资金许可，应该长期、而不是以周为单位地追随一位素有佳评的基金经理人。不要一味相信自私自利、自吹自擂的企业宣传品；举例来说，经理人自己买起股票来往往不像表面上那么乐观。

由于与许多美国知名投资专家广泛接触，本书作者可以深入浅出地介绍这些成功投资人的投资方式。珍妮特·洛提供了许多指导性的素材，尤其是在如何避免价值被高估的股票部分。

在格兰汉姆被过度压抑的保守主义与才气横溢的垄断投资者沃伦·巴菲特之间，有一些步调是可以随你个人的风险/报酬模式、资金需求与生活形态来调整的。

《价值投资胜经》是一本包含扎实研究、文字表达清楚的书。市场新手会从这里找到许多可以使储蓄增长而非贬值的定义与指引；当投资变得越来越难以抉择的时候，阅读珍妮特·洛的书，可以让你不再白费力气走冤枉路。

财务分析师(CFA)
艾文·卡恩(Irving Kahn)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者序

《价值投资——华尔街院长本杰明·格兰汉姆的传奇》(*Benjamin Graham on Value Investing: Lessons from the Dean of Wall Street*)这本书在1994年出版以后,常常有读者问我,如果有机会，是不是要写一本《轻松学格兰汉姆与杜德》(*Graham and Dodd Made Easy*)这样的书。他们指的正是《有价证券分析》(*Security Analysis*)一书的作者本杰明·格兰汉姆与大卫·杜德。那并不是我曾经写过的东西,我写过的是格兰汉姆的事迹、推动他在证券分析领域前进的动力、他戏剧性的人生，以及他独领风骚的投资哲学。

但这些询问一再反复出现之后，我明白读者想要的是更多有关于格兰汉姆的投资法则、他与杜德的作品及价值法基础原理等。其中,他们最迫切需要的是一种容易消化吸收的形式——他们需要《价值投资胜经》(*Value Investing Made Easy*)这样的书。

1934年是格兰汉姆与杜德初试啼声的开始，他俩的作品掷地有声,现在仍被称为证券分析的"圣经"。格兰汉姆的第二本经典名著《智慧投资人》(*The Intelligent Investor*)，则是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1954年出版。这两本书后续的几个版本现在依旧可以在图书馆与书店的架上找到,也非常值得一读。

尽管作品成绩斐然,格兰汉姆仍称,他的书是最常为投资人所引用、但最少被运用的;这句话部分是出于自谦。直到现在格兰汉姆与杜德仍然有一群忠实的追随者,但现代的读者却不见得会一头栽进格兰汉姆与杜德的长篇大论中;毕竟厚达850页的经典名著,对许多生活忙碌的投资人而言,难免望之却步而心生迟疑。另一方面,投资人现在所面临的挑战和过去又大相径庭:金融市场的规模暴增;产业之间的互动不变;专为小型企业成立的NASDAQ市场,已经在投资世界扮演举足轻重的角色;国际企业的股票与国外有价证券也逐渐在个人的投资组合中占有一席之地。

吸引投资人注意力的拉锯战长期不断,而且日益激烈;而对于个人投资组合绩效的期盼——希望可以超越邻居、朋友、同事,也就愈发殷切。

虽然专业投资人或是个别投资人,都敬爱格兰汉姆与杜德,但他们并不确定如何把价值投资法则应用在21世纪的现代。这正是本书的目的——用简单易读的文字呈现价值投资的立论基础,并且让投资人知道,现在,甚至是在跨世纪的未来,如何运用这些投资法则。为此,我引用了一些格兰汉姆与杜德的书面材料与课堂教授的资料。

巴菲特、华特·史洛斯、艾文·卡恩,以及其他格兰汉姆在哥伦比亚大学与纽约财务协会的学生,都认为格兰汉姆的教学理论与实务并重,因为他引用的都是现成的案例。事实上,他所研讨的案例往往就是上课当天证券交易所实际发生的事情。他的教诲往往可以很快付诸执行:他的学生常常隔天就得上班,而他们就是以前一天晚上学到的东西作为下单的根据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在本书中采用了一些格兰汉姆的教学案例，并运用真实公司的确实个案以说明概念实际的运用状况，结果再清楚不过：价值投资的法则是有效的。这也是本书所要表达的——一本格兰汉姆与杜德一手传授、并且经由数十位成就非凡的投资人验证修订的价值投资指南。

本书不是一本针砭各种投资理论的学术论文。我会在开始的时候，以简单的用词提出一些对价值投资法较有利的论证，价值投资人辉煌的投资绩效已经不证自明。仍然心存怀疑的人，可以到别处寻找关于这方面较深入的讨论。

过去“有效市场”(efficient market)假说、与“随机游走”(random walk)理论被视为铁证，而价值投资法则一文不值。我曾经在一个电视节目里看到一只非洲大猩猩随意掷飞镖选股，来挑战投资专家的精细分析。接下来的几个礼拜内，摄影工作小组的人员不断追踪结果——说不定大猩猩可能表现得更好。的确，有些所谓的投资专家并不比大猩猩强多少；不过截至目前为止，我还未看过任何一个成功致富的投资人，愿意把自己的投资组合交给一只会射飞镖的大猩猩。

许多人乐意把钱交给专业的经理人，这样的事实多少也暗示，尽管学术研究言之凿凿，务实的人还是否定了“有效市场”假说、“随机游走”理论，以及其他类似的学说。近年来的学术研究也已经对这些理论打了折扣，转而相信常识的效用。

本书是专为专业投资人与散户投资人写的。我想在此对那些担心价值投资法太技术性、不容易掌握的投资人说几句话。

写这本书的时候，我曾经遇见一个喜欢骑马的商界女士。她是一个英式马鞍的喜好者，喜欢骑马跃过高高的围栏。她听到我在写投资理财的书时，显得十分好奇：“我很怕买股票。万一股票下跌，赔了钱怎么办?”然后她又加了一句，“当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然，我有一个让我信任的交易员，他会帮我做决定。”

她讲最后一句话的时候并不觉得有什么不对。当我们越聊越深我才发现，真正困扰她的并不在于交易员的技术好坏，而在于自己投资知识的不足。她说：“我看了电视‘华尔街周报’的节目，上这些节目的都是专家，他们经常出错。我的交易员尽管正直诚实，但他也会出错。”我建议她，如果她懂得如何评估交易员的绩效，她就可以更信任她的交易员。

我问她：“如果一个生手得骑着一匹活蹦乱跳的小马跳跃四尺高的栅栏，她会有什么感觉？”

“她一定会吓个半死，可能会摔下马来，甚至受伤。”这位女士回答。

我的意思并不是指买股票与骑马雷同，不过有一些道理是可以互通的——掉以轻心会增加摔下马的机率；而知识不足则让我们紧张、怀疑，最后一旦出差错就气愤不已。

我们在买房子、买车，或就诊的时候，都会尽可能学习整个过程，以便自己可以参与决策，判断别人给我们的建议是否适当。房子与个人健康都非常重要，我们必须亲身负责、参与决策。

同样地，我们的钱也重要非凡，不应该轻易交付给任何第三者，不管这个人多有学问、多诚实。我的这位朋友有勇气与技术骑马跨跃高栏，当然也一定能够掌握价值投资的法则。经过训练与实习，她定然能够享受价值投资的乐趣。投资就像骑马跨栏一样，也是风险十足的，但懂得越多，风险就越低；懂得越多，乐趣也就越高。

这位女士与其他的读者将会发现，格兰汉姆的著作虽然语言简单，但却传达了深刻的道理。每一个人都能读懂这些金玉良言，每个人都能从中获利。本书的目的就在于简化格兰汉姆与杜德的著述，就如同这两位作者在《有价证券分析》第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

版的序言中所说："我们已经尽全力劝导学生，不要过度重视肤浅的表象与短期的获利。"本书仍延续二位大师的著作风格。

读者在《价值投资胜经》书中会发现这样的符号：

符号之中的是一段引言；多半是"价值投资之父"格兰汉姆所说过的一些话；部分则是引用自格兰汉姆与杜德所合著的《有价证券分析》这本书中的观念。

我无意取代或更新关于格兰汉姆与杜德的书，甚或是他们自己的著作。如果成竹在胸，也许阅读《有价证券分析》与《智慧投资人》会让拘谨的读者觉得较为放心；我相信阅读原著会是一种独特、启发性十足的经验。

在开始阅读之前，我有一些建议。

对某些人来说，这里所揭示的价值法则，也许忽略了与企业经营相关的士气、道德或哲学等方面。《价值投资胜经》这本书主要探讨的是投资的定性与定量因素。虽然书中没有探讨投资的道德层面，但并不会减低这个课题的重要性。兼顾道德地从事投资是可行的，并且是可以与价值投资法则有效整合的。所有的投资人都应该找到符合他们信仰体系的价值投资标的。

书后有两个重要的单元。在开始阅读正文之前，读者也许会希望先看名词解释这个单元，有些词汇是新的，或者即将成为流行语。虽然我尽力不用复杂难懂的文字，有时还是很难避免。名词解释的意义就在于破除那些慎用流行语的人所隐藏的目的——他们希望能把新加入的人排除在理解的圈子之外。

投资的书读得越多，你的水平就越高，因为没有任何一本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

书可以涵盖所有投资管理所需的智慧。本书最主要的资料来源是格兰汉姆与杜德的《有价证券分析》这本书，不过并不是最新的版本；读者最好记住，引用格兰汉姆与杜德的话，多半出自 1940 年的版本——该书是这两位哥伦比亚大学教授全心全意投入写作、并且完全呈现他们想法的最后版本。我已经尝试说明 56 年时间所带来的变化。

最后，我要感谢帮助这本书付梓的人：感激奥斯汀·林纳斯协助编辑与研究；感谢我的经纪人爱莉丝·福瑞德·玛岱；感谢我的编辑大卫·康提；感谢沃伦·巴菲特、察尔士·布兰迪、亚瑟·强森、法兰克·马丁、杰瑞·宁杰与其他许许多多的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

推荐序一 1
推荐序二 1
代　序 1
作者序 1
1. 检视价值投资法 1
2. 透视资产负债表 23
3. 损益表与成长潜力 55
4. 经理人的角色 77
5. 建立投资组合 91
6. 选股策略 113
7. 股市常胜军 133
8. 风险管理 149
9. 特别情况 165
10. 致富的真相 185

附录/盖科传奇 199
名词解释 205

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



检视价值投资法

令人百思不得其解的是，知道本杰明·格兰汉姆的人很多，效法他的人却很少。就好比我们常常向投资人说明各种投资策略，并且经常地发表在我们的年度报表中，这些原理原则都是简单易行的，但大家最关心的却只有一件事："我今天买了哪些股票?"就像格兰汉姆一样，我们虽然名满天下，追随者却寥寥可数。

沃伦·巴菲特

恰恰就在沃伦·巴菲特从美国国家广播公司与华特·迪斯尼公司的购并案中净赚21亿美元税前收益，为他的公司赚进一笔惊人利润的前几个月，这位欧马哈的亿万投资富翁于1995年柏克夏·哈撒韦公司(Berkshire Hathaway)的年度股东大会中做了上述评论。巴菲特从未吝惜对格兰汉姆——他的老师、精神导师、前任雇主以及盟友——表达推崇之意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让巴菲特觉得大惑不解的是，当足以保证安全与获利的投资秘诀已经流传多年而且唾手可得时，大多数的投资人却还是宁可相信华尔街一个又一个所谓“当道”的投资法则。价值投资法早在1900年代早期就已问世，经历过本世纪股市多头与空头的考验，仍然屹立不摇。格兰汉姆更亲自“以身试法”,经历有史以来最严格的考验——1929年的大崩盘。

虽然被尊称为“价值投资法之父”，格兰汉姆最初在哥伦比亚大学教授投资学的时候,并没有特别为他的理论命名。当时他的目标只在于从一种合乎逻辑、务实的角度说明投资概念。1934年格兰汉姆与杜德合著的重量级作品《有价证券分析》，所持的也是同样的理念。这本书后来成为投资界的经典之作,同时也是不少精明投资人奉为圭臬的指南。

价值投资法概说

一般而言，采取价值投资法的人以买下一整个公司的审慎态度来下单买股票,甚少会注意当时股票市场的状况、政治气氛,也不注重其他的外在因素。

再简单一点地说,采取价值投资法的人买股票的时候,就像要买下街角的杂货店一样。他会询问自己一连串的问题:这家公司的财务状况如何?是不是有许多负债?交易价格是不是包括了土地与建筑物?未来是不是有稳定、强劲的资金收入?可以有什么样的投资报酬率?业务与业绩增长的潜力如何?

对于上述问题,如果投资人都有满意的答案,而且能以比未来实际价值还低的价钱买到这家店面，就等于抢到了廉价品,也就是挖到了一个价值投资的标的。当然,这只是一个浅显的比喻，要了解街角的传统杂货店，当然要比了解联合利华、杜邦、奔驰集团容易得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格兰汉姆晚年曾经在一场演讲中说明他自己的投资哲学。请注意以下他所说的重点：

我的声誉——不论是现在或最近被提起的，主要都与“价值”的概念有关。事实上，我一直希望能以清楚、令人信服的态度说明这样的投资理念，也就是从获利能力与资产负债表这些基本要素着眼，而不去在乎每季获利增长的变动，也不去管企业所谓的“主要获利来源”涵盖或不涵盖哪些项目。一言以蔽之，我根本就不想花力气预测未来。

从基础出发

可能有些投资人是从价值投资法新近流行的同义词——“由下往上”投资法（bottom-up investing）认识这种投资方式的。波士顿的投资经理人瑟斯·卡拉曼就运用了许多格兰汉姆的法则，遂以“由下往上”、或“微观”(small picture)的投资者驰名。

詹姆士·甘瑞特，在《甘氏利率观察家》(*Grant's Interest Rate Observer*)双周刊中，描述过卡拉曼：“就算他对戈尔巴乔夫、德国债券市场、商业周期循环或全球利率曲线有什么独到的见解，他也不会因此打电话交代他的交易员下单。他绝少提“支撑线”或“阻力线”，可能也不怎么在乎联邦储备体系，或大波士顿地区白领就业人口的状况。他只从基本面（bottom up）投资，而不从总体面(top down)下手。就如同他自己说的：“我买个别公司的投资价值”。

卡拉曼自己也说：“采用总体面‘由上而下’投资法的人会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花许多时间注意未来经济可能转坏的程度或市场中可能有多大的卖压；但采用‘由下而上’价值投资法的人，只看基本面的价值。他们也在大盘下档时退场观望，但倘若他们发现具有投资价值的个股，他们一定毫不迟疑。”

甘瑞特是格兰汉姆的忠实信徒，所以他把格兰汉姆在哥伦比亚大学讲座上经常引用的一则寓言拿来当成自己著作的书名，叫做《当心市场先生》(*Minding Mr. Market*)。我们会在第7章介绍这位让人一头雾水的市场先生。

价值投资法的巨星

虽然采用价值投资法的人当中，不乏巴菲特和卡拉曼这些投资绩效过人的知名人物，安德鲁·巴瑞（Andrew Bary）在1995年《巴龙》(*Barron's*) 金融双周刊上介绍90高龄的证券分析师艾文·卡恩时仍然指出——“严格说来，华尔街近来可以被称为价值投资者的人已经寥寥可数。”尽管如此，市场上仍然在持续传播价值投资法的福音，而且已经有了相当的成效——几位有史以来最成功的投资专家都是格兰汉姆的信徒。

在1976年巴菲特对哥伦比亚大学格兰汉姆的著名礼赞中，巴菲特把寻求基本价值的精英团体形容为“格兰汉姆与杜德派的超级投资人”。巴菲特本人经常坐拥“美国首富”宝座（至于能不能打败微软的比尔·盖茨则往往取决于其众多股票的细微价格变动），巴菲特的柏克夏·哈撒韦公司市场价值超过250亿美元，股票价格在五位数以上，近乎声名狼藉地盘踞在纽约证交所的行情榜上，占据了好几行的空间。该公司股东的投资报酬率近30年如一日，始终维持在每年28.6%上下，标准普尔500指数（Standard & Poor's 500）的涨幅则低约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10%。另一位虽不像巴菲特那般尽人皆知、但是在金融界享有相当地位的纽约卡恩兄弟公司创办人——艾文·卡恩，也是格兰汉姆的长期盟友。卡恩家族管理了将近2.5亿美元的证券资产，1990至1994年间，卡恩兄弟平均每年的股票资产组合报酬率是19.3%。

投资绩效比较表

投资者类别	投资期间	投资报酬率(%)
沃伦·巴菲特——增长导向的价值投资者	1957～1994	28.6
卡恩兄弟——资本保守的价值投资者	1990～1994	19.3
增长导向的共同基金	截至1995年8月1日的5年投资绩效	15.36
全球型共同基金	截至1995年8月1日的5年投资绩效	10.73
标准普尔500指数	截至1995年9月30日的5年投资绩效	17.24

卡恩兄弟之外，另几位杰出的价值投资专家包括：Tweedy Browne公司、水杉基金、Walter & Edwin Schloss Associates公司、加州Brandes Investment Partners公司、加拿大Peter Cundill & Associates公司、宾州共同基金的操盘人Quest Advisors等，这些公司的年操作绩效都在13%～20%之间。很明显地，增长型基金或全球型基金，并不是惟一有长期投资绩效的高材生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大师开讲

毋庸置疑，本书的完成得力于许多当代价值投资专家的智慧与意见，特别是巴菲特。如果格兰汉姆是价值投资这座花园的园长，那么巴菲特就是化腐朽为神奇的园丁。曾经与巴菲特同窗、当时同在哥伦比亚大学修习格兰汉姆课程的人回忆，格兰汉姆与巴菲特除了年龄的差距之外，两个人在学术素养、气质、价值观上出奇地契合。他们都喜欢开玩笑，即使是老掉牙的笑话也兴致盎然，但巴菲特并不是奴仆般的追随者，事实上，他适度修补、调整了格兰汉姆的学说。

格兰汉姆一百周年诞辰纪念会时，他的门生发表了许多应用价值投资理论的方法。这个纪念会于 1995 年 1 月在纽约证券分析协会召开，史洛斯和巴菲特同时应邀致词。巴菲特说明了心目中理想的终极核心投资组合，以及自己对于极少数绩优股的偏好。

“如果你了解这个行业，”巴菲特指出，“你不需要买很多的股票。”不过他也不讳言，史洛斯亦是价值投资法的信徒，但其致富的途径却是来自买进大笔的廉价股票。“这就是我所谓的‘烟屁股法’，你捡到的是别人抽过、掉在地上的烟屁股，只要捡起来，还是可以好好抽上一口，而且是免费的，至于其他东西你就非得花钱不可。”巴菲特解释。

这可不是异端邪说。致力耕耘理想的同时，大多数格兰汉姆的门徒也在价值投资的主旋律上找到各自属于他们的变奏曲，这也可能是格兰汉姆所乐见的，毕竟他并不是一个倡导破除偶像的人。虽然格兰汉姆被誉为过去 50 年来美国最值得尊敬的投资经理人之一，他仍然不断重复测试自己的理论，并且不停检视修正后的结果。即使到了 80 高龄，他还是每天抽出一小时研究股票与企业的绩效表现，希望能找到更简单、更直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接、更能提升投资绩效的方法。

本杰明·格兰汉姆

1976年格兰汉姆去世之后，巴菲特在《财务分析师期刊》(*Financial Analysts Journal*)发表了一篇追忆格兰汉姆思维方式的文章。他如此写道："他具有无懈可击的记忆力、追求新知的无穷精力，以及面对任何问题似乎都能灵活思考的能力，不管任何领域的人探索他的学说都会觉得津津有味。"格兰汉姆是个魅力十足、个性谨慎的人，同时也是一位成功的投资大师、作家与教授。身为纽约格兰汉姆-纽曼(Graham Newman)投资公司的创办人，格兰汉姆对于建立证券投资分析师的专业训练、资格考试、鉴定亦是不遗余力。

格兰汉姆1894年在伦敦出生，当其全家移民纽约时，他还只是个襁褓中的婴儿；随即父亲不幸去世，留下母亲以及他们三个兄弟。格兰汉姆在经济拮据的状况下成长，但天资聪颖的他还是拿到了哥伦比亚大学的奖学金。虽然他在古典文学、数学、哲学等学科的成绩极为突出，毕业之后，大学的院长还是把他推荐给了一家纽约的投资公司。1914年格兰汉姆到职时，对于华尔街仍然一无所知。

入行没多久，纽约股市即因第一次世界大战而宣告关门大吉。股市重新开盘时，格兰汉姆很快就以卓越的选股技术在华尔街崭露头角，并且发展个人独到的投资方法。不久他就开始投资管理别人的资产，到1920年更是声名赫赫、自信十足，但也就在那个时候，他的命运开始改观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1929 年的股市大崩盘不只摧毁了格兰汉姆的投资组合，也摧毁了他的计划——他原本想写一本关于个人投资理念的书。虽然格兰汉姆有高超的选股技术，他的客户还是和其他人一样，在大崩盘中损失惨重。格兰汉姆与他的合伙人杰洛姆 - 纽曼不收分文地工作了五年，才挽回了这些客户的损失。虽然这次的经验颇为惨痛，格兰汉姆的正直诚信也因此声名远播。

1934 年，当投资人再度放弃股票市场的同时，格兰汉姆与杜德出版了有名的《有价证券分析》一书。杜德当时是一位初出茅庐的年轻学者；格兰汉姆在哥伦比亚大学授课时他还是一名勤奋抄写笔记的学生。格兰汉姆上课时的笔记，后来就成为《有价证券分析》这本书的雏型。无数次再版之后，该书现在已经成了教科书市场上有史以来再版最多的畅销书，也是许多投资人眼中的“圣经”。

格兰汉姆与杜德这本合著，最初印发的几个版本现在已经成为收藏家的目标，在市场上卖价甚高。这些早期的版本特别引人入胜，因为它指出了过去与现在之间市场的变化消长。举例来说，作者当时所指的金字塔、庞奇原则、低价股票变废纸等现在仍普遍存在；对于与证券法规相关及所连带造成的错误投资决策等的分析，如今读来仍然切中时弊。其中引用通用电气公司、福特汽车公司等实例来做解说。

1949 年格兰汉姆为非专业投资人士写了一本书《智慧投资人》，其后曾数度再版修订，如今仍是许多书店架上的畅销书。

格兰汉姆 - 纽曼公司为客户扳回 1929 ~ 1930 年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损失之后，就再也不曾让它的客户亏过一毛钱。30年来——历经1929年股市大崩盘、经济大萧条以及两次世界大战——格兰汉姆的客户平均年投资报酬率为17%，这还不包括盖科(Geico)的利润。

1948年格兰汉姆在其投资组合中买下当时一家民营的政府员工保险公司(又称盖科)(Government Employees Insurance Co., Geico)，当时他并未注意共同基金不能持有保险公司，因此只好将盖科变成一家股票上市公司，把原本购并的股份转分给格兰汉姆-纽曼基金的持有人，盖科公司的股价立刻一飞冲天。由于个别基金投资人出售盖科股票的时点不同，因此很难估算投资该股票的实际获利率，但截至1972年为止，盖科公司股票的涨幅已达28，000%。许多投资人把盖科的股票当成传家宝，代代相传。1995年巴菲特买下该公司最后的49%股票时，盖科公司作为价值投资法典型标的的这段历史又重演了一次。有关盖科公司详情请见[附录]。

格兰汉姆曾忆及，在盖科公司之前，他与纽曼被视为财务分析的好手，但盖科一役成功之后，他们则被封为投资界的天才。

格兰汉姆从1928年起每周固定拨出两小时到哥伦比亚大学教书，一直到1956年退休为止。1929年一月份有多达150位学生注册上课，即使在大崩盘之后，格兰汉姆的课也是堂堂爆满，这对于商学院声誉的建立可说是功不可没，巴菲特也就是在哥伦比亚大学受教而成为格兰汉姆的得意门生。巴菲特后来说服格兰汉姆让他加入格兰汉姆-纽曼公司，并且和格兰汉姆成为莫逆之交。在1956年格兰汉姆退休之后，他的许多客户转由巴菲特接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手，这些客户的子女、孙儿女许多人至今仍是柏克夏·哈撒韦公司的股东。

在其80岁生日前夕，格兰汉姆告诉朋友说，他希望每一天都能“做一些傻事、一些聪明事和一些平凡事”。格兰汉姆82高龄时，去世于法国南部的爱科(Aix)。

为什么知而不行

既然价值投资法的概念已经流传多年，而且证明其绩效非凡，但为什么真正按图索骥的人却不多，这一点，格兰汉姆自己也百思不得其解：

> 这的确相当奇怪——即使竭尽所有专业股票从业人员的心智，找得出既万无一失而又乏人问津的投资方法，但我们的职业声誉难道就建立在这个未必发生的事实上吗？

格兰汉姆所教授的价值投资法，过去几十年来数度在市场上独领风骚，特别是在空头市场或市场状况不明时，格外获得投资人的青睐。而当大盘由空翻多、赚钱似乎易如反掌时，则又会被投资人抛诸脑后。虽然身体力行价值投资法的投资人，有相当成功的长期投资绩效，但美国国内企管研究所的教学重心仍然放在理论方面，诸如有效市场假说(efficient market hypothesis)、资本资产定价模型(capital asset pricing model)、进出场时点(market timing)以及资产组合(asset allocation)等。

学术舆论对于格兰汉姆学说及上述理论毁誉参半。然而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在企管研究所、媒体与投资人一窝蜂竞相追逐新学说的同时，巴菲特以及其他格兰汉姆的信徒却早已默默赚取了大笔的投资利润。

散户大众的无力感

即使如此，许多初入门的投资人仍然对价值投资法望而却步，担心这些概念过于艰涩，不是没有新手发挥的空间，就是只能眼睁睁地看着行家主控全局。事实上，虽然投资人应该尽可能了解各种关于股票价值的评估方法，但其中只有几种最基本的概念真正需要精通，只要愿意按部就班学习，并不难掌握价值投资法的诀窍。

有些人可能会认为，市场上有这么多共同基金、退休基金以及机构投资人，散户根本无从使力。他们质疑："专业投资人不是早就锁定所有被低估的潜力股，抢走了真正有价值的低廉股票吗？而我们则什么也捡不到。"

的确，价值投资法对于大型投资人特别有用，尤其是信托专户的管理人。约翰·崔恩在其1980年的畅销书《股市大亨》(*The Money Masters*)中指出，格兰汉姆的方法"似乎对于机构法人，例如银行管理的退休基金等投资组合特别管用；此法不但条理分明、十拿九稳，而且特别适用于银行。"

利基俯拾皆是

虽然已经有不少机构法人置身价值投资法的丛林中，但树上的果实并不会因此一扫而空。大型共同基金就像是个笨重的巨人，蹒跚举步的同时，顶多只能捡树顶的果子，由于长得太高太大，所以看不到隐藏在树叶之下或是树底的累累果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实；而散户投资人则相对较为矮小灵活，就算与巨人同行，还是可以满载而归。

格兰汉姆在1974年所写的一篇文章中,就指出了这点：

> 个体投资人如果有正确的投资原则及投资建议,日积月累下来,投资绩效一定远胜于机构投资人。信托投资公司的投资标的通常不超过300个,但散户却可以有多达3,000个的选择。真正潜力股的流通数量通常有限,达不到法人一次购买的规模;从这个角度来看,机构法人反而不见得是散户的竞争对手。

口袋满满却缚手缚脚

巴菲特的柏克夏·哈撒韦公司所面临的正是机构投资人的典型难题。就像其他大型共同基金一样,巴菲特必须每次买进足额数量的股票；如果他不是一次大量持有几家大公司的股票,可能就得零零散散地买进几千家小公司的股票。这不但在实际操作上有困难，管理这些投资标的所需付出的成本，以及因为无法掌握这些公司所造成的投资风险,更是无法估计。

但这并不代表巴菲特已经放弃了格兰汉姆与杜德的投资法则。1994年巴菲特在柏克夏·哈撒韦公司的年报中指出：“问题不在于它是一个过去管用、今日却失效的方法，相反地，我们相信我们自己的公式——投资这一价格公道、体制良好、有优秀管理团队的公司——必然可以赚取合理的利润。”

但巴菲特也不讳言，荷包满满往往是卓越绩效的大敌。“查理和我刚成立公司时，管理资产仅为220万美元，现在柏克夏·哈撒韦公司旗下的管理资产则是119亿美元。虽然市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场上有许许多多值得投资的好公司，但对我们来说，如果不能直接增加柏克夏·哈撒韦的资产规模，就是无效的投资。”

如此一来，巴菲特只能考虑可以让他一次购足100万美元金额以上股票的公司，“在这种最小额度限制之下，柏克夏·哈撒韦所能选择的投资标的反而变得屈指可数。”

市场的人为操纵

个别投资人往往会怀疑，像巴菲特这样的大型投资人可能真的会为了一己私利而干预市场，占尽查尔斯·道所谓“小内线人士”的便宜。事实上，在美国证券交易法令尚未制定实施、证券交易委员会尚未成立之前，机构交易与人为炒作的确颇为盛行；但在现行严格的证券法规要求下，人为炒作虽然偶有所闻，但已经不如以前频繁。而且即便在市场炒作如家常便饭的道氏时代，道氏本人也不认为人为炒作可以长期影响整个市场。

“市场作手在某个时候的确可以呼风唤雨，”道氏在1901年撰文指出，“的确可以操控股票价格的涨跌；他可以误导投资人，让投资人在他想出货的时候进场，想买进的时候卖出。但是作手不可能永远得逞，投资人最后总是会学到教训，认清事实的真相。然后，他会自己衡量股票真正的价值，独立做出‘卖出’或‘继续持有’的决定。”

是学理而非公式

有些重视统计或数学推论的人批评价值投资法缺乏实证支持；事实上，已经有不少学术研究支持价值投资法的绩效。直接受教于格兰汉姆的人则小心翼翼地辩解，指出格兰汉姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与杜德的《有价证券分析》以及格兰汉姆本人的《智慧投资人》都不是供专业投资人现学现卖的食谱，更不是实验室的操作指南。格兰汉姆希望他的学生能够加以分析归纳，举一反三。因此价值投资法实际上比较像学理，而不是定律，所以没有所谓的“步骤一、步骤二、步骤三”的操作说明。然而，即使反复检视、质疑、探究、斟酌格兰汉姆与杜德的学说，最基本的原理原则仍是颠扑不破的。

三大基本概念

巴菲特在提到格兰汉姆给他的训练时，曾经说过他在哥伦比亚大学学到的最重要的两件事：

- 正确的态度；
- 安全边际的重要性。

然而，只要稍加注意巴菲特的讲演，以及柏克夏·哈撒韦公司的年报，就会发现格兰汉姆的第三个重要概念在其间隐隐浮现，那便是：

- 内在价值。

这些概念是了解格兰汉姆投资哲学的重要基石。本书后续会有专门章节逐一解说，这里先做大致介绍。

正确的态度

想要有优异的投资绩效，首先就应该对投资抱持一种正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确的态度，特别是不能有投机的想法。就如同格兰汉姆所强调，投机不等于投资，清楚分辨其中的差别是很重要的。

市场上有不少口齿伶俐的所谓投资顾问，他们懂得运用漂亮的数学公式、动人的理论以及三寸不烂之舌，来说服一般投资大众让其代为做投资决策。有时我们也真的会因为人性中"好赌"的弱点，而落入这个自欺欺人的假象中，就像格兰汉姆与杜德所说：

即使购买(证券)的基本动机纯粹只是因为个人的投机、贪婪，但人们总是会用一些看似冠冕堂皇的逻辑与理由，把这些欲望包装起来。

投资人可以无所不用其极地把钱投入投机赌博的游戏中，最常见的是"和市场对赌"。格兰汉姆对于追逐预测进出场时点的操作尤其不屑，他强调任何"仅根据大盘未来波动方向"所做的投资决定，都是投机行为。

而在他看来，真正的投资行为应该能够提供：

- 资本的安全性；
- 合理预期下的适当报酬率。

了解自己资本的安全程度以及可以合理预期的投资报酬率，的确需要做一些研究分析的功课，但并不需要很高的智商或是数学技巧。甚至，如果手头上拥有正确的资讯，在别人眼中看来风险十足的投资标的，反而可能最安全不过。值得庆幸的是，投资人现在已经可以方便地取得必要的投资资讯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安全边际

提到格兰汉姆，下一个让人联想到的字眼必然是——“安全边际”(margin of safety)。这个概念简而易懂，举例来说，安全边际就是：当一个女孩子出门约会时，万一必须自行搭车回家，应该准备额外的计程车费。

意料之外的利空事件很容易对投资标的造成负面影响，但这种不测风云却常常无法幸免。比如，当初做投资决策时的资讯可能有误；个人魅力十足的首席执行官可能在大溪地度假时意外失踪；刚刚投资的酒厂蒸馏器可能碰上大水灾，污水全流进了酿好的威士忌中等等。重视安全边际则可以帮助投资人预先拟妥对付未来不测的对策。

建立安全网应该是证券投资时的一大目标，有效达成的方法也不在少数。格兰汉姆则利用强化下列三个领域来建立安全边际：

- 资产评估；
- 获利能力评估；
- 分散风险。

其他有技巧的价值投资者则各有神通：例如有些人看重拥有较大比例营运资本 (working capital) 的公司；有些人注重企业的现金流量(cash flow)；另一些人则专注于企业的股息支付(dividend)模式。

内在价值

前曾述及，价值投资就是寻找价格“等同于内在价值，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小于内在价值”的健全企业，而后长期持有，直到有充分理由把它们卖掉为止——例如，股价已经上涨了一个大波段，企业的资产价值已经下降，或者投资人手中所持有的政府公债已经不再能提供和其他证券一样的报酬率等。碰上类似情形时，最好的方法就是卖掉这些证券，然后把钱转到另一个价值被低估的标的物上。

虽然格兰汉姆在开始教书写作之前，就已经为“内在价值”(intrinsic value)这个名词赋予了更丰富的涵义，但他并不是第一个提出该名词的人。早在1848年，内在价值这个名词就在股票市场流传，投资理财作家威廉·阿姆斯特朗就曾指出，价值投资是决定证券市场价格的主要因素之一。

内在价值的概念在查尔斯·道担任《华尔街日报》的编辑兼专栏作家时就已奠定基础。道氏虽然以研究大盘变动方向见长，但他也不断告诉当年——20世纪初期——的投资大众，股价的涨跌其实源自于投资人对于企业未来获利率的认知，换言之，就是在于股票的内在价值。

道氏的宝贵资产

“毋庸置疑，长期而言，股票的价值会主导股票的价格走势，”道氏在1900年5月18日的专栏中指出，“价值与股价现在的变动无关，全额交割股可能与绩优股一样上涨5点，但经过长期的价格变动，绩优股会逐渐反映出其投资价值，而全额交割股可能最后沦为赌场计分板，或是股东追逐投票权的参考依据。”

1940年版的《有价证券分析》一书中，格兰汉姆与杜德举了一个现在已经成为昨日黄花的公司，作为评估内在价值的范例：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1922年，航天类股飙涨之前，莱特航天公司股票在纽约证交所的交易价格仅8美元，当时该公司配发股息1美元，每股收益有时超过2美元，同时还有超过每股8美元的库存现金资产。从这个例子来看，几乎就可以断定这家公司的内在价值远超过市场价值。

格兰汉姆后来检验莱特航天在1928年的表现，那时该公司股价已经高达280美元。当时莱特航天每股配息2美元，每股收益8美元，每股资产净值则为50美元；当然这还是一家体制健全的公司，但是其增长潜力已经与市场价格脱节，套用格兰汉姆的说法，莱特航天的市场价格已明显高出其内在价值。

是艺术也是科学

巴菲特在1994年柏克夏·哈撒韦公司的年报中，花了好几页的篇幅解释其追求内在价值的过程。就像大多数投资人所预期的，巴菲特会定期报告公司的每股账面价值（book value）。“就像我们不断告诉各位，内在价值才是重点所在，有一些事情是无法用条例说明，但却必须列入考虑的。”然后他继续指出，“我们把内在价值定义为，可以从企业未来营运中拿回来的折扣现金价值(discounted value of the cash)。”虽然巴菲特不讳言，随着外在利率的变动，企业未来的现金流量也必须做修正，这种主观认定的内在价值也因此会有所变动。

巴菲特也以自己在1986年购并的史考特·飞泽公司为例。购并当年，史考特·飞泽公司的面值是1.726亿美元，柏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克夏·哈撒韦公司出价3.152亿美元，足足比面值多了1.426亿美元。1986到1994年间，史考特·飞泽的总收益一共是5,540万美元，而柏克夏·哈撒韦公司分得的股息则一共是6.34亿美元。配息之所以高于收益是因为该公司有多余的现金，或说是留存收益（retained earnings），这些全回归到股东——柏克夏·哈撒韦公司手中。

如此一来，使得柏克夏·哈撒韦公司（巴菲特持有超过60%股份）的总投资额在3年之内增值达3倍。柏克夏·哈撒韦现在仍然是史考特·飞泽的股东，后者的账面价值仍然与购并时相同；从购并迄1994年止，柏克夏公司单单股息所得就已经很可观，为当初购并费用的2倍。

有些分析师认为企业目前的资产净值是内在价值的衡量指标；另有些人则认为本益比（price-earning ratio）或其他财务比率才是更准确的指标。不管使用哪一种方式，目的都在于正确评估各公司现在与未来的价值。

“从定义上来说，所有真正优秀企业（至少在其创业初期）的资金都应该远超过该公司的营运需要。”巴菲特解释。这些多余的钱就可以转为投资以增加公司的价值，或当成股息付给股东。而不管是哪一种方式，收益最后总是回归到股东身上。

结 语

价值投资的原理原则可以运用在任何类型的证券上，包括特别股、政府公债、公司债及共同基金。从《有价证券分析》与《智慧投资人》两书最后一次修订至今，上述金融商品又有了长足的发展，但基本运用的原理还是不变的。本书所涵盖的操作原则也是如此，不过主要的重点仍在一般股票投资上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来几章我们会通过解释资产负债表(balance sheet)的安全性与损益表(income statement)的获利性,来帮助读者了解安全边际与内在价值的意义。因为格兰汉姆众多选股方法中的“净资产法”，主要的资讯来源就是资产负债表；而另一种“获利力法”,也可以由损益表中一窥全貌。

接下来的几章，将说明评估公司管理能力、选股、建立投资组合 (portfolio)、进行风险管理以及掌握投资时机等的方法。价值投资者毋须预测大盘波动状况,但格兰汉姆的原理原则，却可以协助投资人在华尔街过度乐观时预做准备；或者在股市空头气氛消减时抢得先机。

同时,请不要忘记……

- 许多人认为想要战胜市场相当困难，因为所有的人都可以在相同时间内取得相同的市场资讯——也就是说，市场自有其运作效率；但是价值投资让许多投资人持续每年至少获利 17% 的实例，已打破了这样的说法。“如果市场真的有效率,我就可以当乞丐在街上要饭了!”巴菲特如是说。
- 和投机不同的是,投资提供了资本的安全性,以及合理预期下的适当报酬率。
- 千万别想要和大盘波动对赌;从长期的角度来看,证券的价值会决定它的价格。
- 当比想像中的坏状况还糟的情形出现时，安全边际就是设计来增加桥梁、飞机、摩天大楼等的压力承受度。
- 前富达·麦哲伦基金经理人彼得·林奇指出，让一个公司在明天比今天更有价值的决定因素只有两个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——获利与资产。虽然让股价反映公司的实际价值往往需要一段时间，但时日一久，必然能见真相。“我们已有足够的案例让我们相信——真金不怕火炼。”林奇如是写道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 透视资产负债表

钻石是女人最好的朋友。

作曲家里奥·罗宾

投资人也同样喜欢看得见、耐久性强，且闪闪发光的资产。

珍妮特·洛

根据格兰汉姆早年的作法，他会分析企业的资产状况，而后挖掘出值得投资的标的，并对投资人解释这些企业的价值所在。虽则后来在探索公司内在价值的过程中，格兰汉姆已经逐渐把焦点转移到获利方面，但对他来说，资产负债表仍是了解股票、建立坚实投资组合，进而长期获利的基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

---

在此之前我们已经多次强调，华尔街过去并不太注意资产负债表，事实上，资产负债表应该受到更多的重视。

对一个投资新手来说，阅读财务报表并不容易，尤其是没有商学相关背景的人更是难以理解；而即使是较有经验的老手，面对一行接一行的数字，可能也会却步。所幸，在进行投资决策时只有少数几个数字与比率不可或缺。格兰汉姆不断教导学生数字的重要性，因为他知道“所见即所得”的个中真谛。

眼见为凭的投资

格兰汉姆与杜德在《有价证券分析》一书中指出：

通俗一点来说，内在价值就是能用事实证明的价值，例如资产、企业收益、股息股息等。不管怎么混杂在人为操控的市场评论，或是心理因素造成的扭曲信息中，有些“事实”都是显而易见的。

有些证券分析师认为资产负债表中所能够找到的“事实”并不多，但另一些人则不以为然。这些相互对立的意见，制造出壁垒分明的阵营，甚至在价值投资实践者之中也无法避免。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数字有多可靠?

格兰汉姆对“创意会计”(creative accounting)的批评不遗余力，他自己也经常为此撰写讽刺意味十足的文章。美国钢铁公司是他最喜欢引用的例子之一，有一次他就嘲弄该公司运用了公司的“试验性会计实验室”为公司创造了价值。尽管在美国证管会以及财务会计标准委员会的严格监督之下，少数会计师及企业财务经理人仍然甘冒大不韪，拿自己的前途做赌注，大玩数字游戏，但如果认为企业界会对数字游戏就此罢手，那就太天真了!

“存心误用资料者其实很少见，大部分的差异来自于会计诀窍的运用方式，而这也是有能力的分析师应该具备的功力。知情不报的状况往往比报告错误更常见。”这种财务报表错误的情况，有时也会骗过经验老到的投资专家。举例来说，1994 年财务会计标准委员会希望把股票期权(stock options)价格和其他相关的发行费用，纳入企业损益表的支出项目之中，许多企业高级主管——期权的主要持有人，因此强加干涉，甚至游说国会对财务会计标准委员会及美国证管会施加压力，希望能维持现状。

“当然你也可以说期权没有价值可言，”印第安那州的投资经理人法兰克·马丁指出，“但企业为什么要发行期权呢?如果期权就如同《华尔街日报》所说，是有价格的，那又为什么不能算是公司的支出费用?期权的价值如果不被承认、不能列入费用、也不能摊入折旧(depreciation)，充其量它只是一种企业的消耗性资产。”

当“存心误用资料”的情形发生时，一定会有一些异

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的警讯出现，其中有些警讯就藏在稽核报告的评语当中，例如企业财务主管和稽核人员常常意见相左，经常变换稽核人员，或者经常更动折旧的方式等。

市场上没有哪个分析师能通过调整，或者故意忽视这项、那项来弥补会计上的漏洞。当投资人发现企业经理人拿财务报表大做文章时，就应该准备转换投资标的，另找高明了，因为信任是证券投资的要素之一。

“当一家公司选择有问题的会计制度时，不管该公司的股票在表面上看起来有多吸引人，投资人都应该敬而远之。”

大辩论

史洛斯和科恩这两位格兰汉姆的学生与同事，一向强调资产负债表的重要性，而巴菲特则较重视损益表。这三位都是纵横股海、大有收获的格兰汉姆追随者。

史洛斯在二次大战退役后就加入格兰汉姆 - 纽曼公司，1955 年开始独立操作，从标准普尔 500 指数成立迄今，其绩效年年超越指数。他采取的是低风险的操作策略，而过去 39 年来，其平均年报酬率超过 20%。史洛斯之所以偏好审查资产负债表是因为，他觉得和损益表相比，资产负债表较不容易受人为操控。

卡恩担任格兰汉姆哥伦比亚的教学助理长达 10 年之久，直到 90 高龄仍然成功经营一家纽约的投资公司。他有一种尊重传统的态度，“我们重视资产负债表，你也可以说我们是老派人士，之所以如此是因为我们把资本保存视为第一目标，我们只买那些有合理机会保存资产的股票。”卡恩如是说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的儿子汤玛士也是家族企业的成员，对此他做了进一步的诠释，“不管对不对，除非市场普遍认为某公司已经出现问题，股票价格绝少会因为内在价值骤然降低就下挫。而我们的工作，就是分析判断企业所出现的问题究竟属短期的还是长期的。”

巴菲特也同意，在投资金额较小时，将焦点放在资产负债表上是较有效率的方法。他特别放弃了格兰汉姆认为有形资产胜于无形资产的偏好，因为在事实上，当以大钱滚大钱时，无形资产往往可以有助于赚钱。

平衡的观点

格兰汉姆自己也注意到了长久以来资产负债表与损益表之间的论战，很少有投资人能否认损益表是选股的致胜要素之一。格兰汉姆与杜德曾经指出，股票的价值完全取决于其未来的获利能力；但另一方面，格兰汉姆也说过，这个论点不能保证万无一失。

过去多年的观察告诉我们，投资人主要的损失往往是在经济形势大好的时候误选了体质欠佳的股票。投资人误把现阶段的良好获利状况和其“获利能力”画上等号，同时又把企业繁荣当成安全的同义词。

损益表的拜把兄弟

事实上，想要对一家公司有全盘的了解，一定要从资产负债表与损益表双管齐下才成。我们可以就此发展出一个“价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的二元测验”——一个来自资产负债表，而另一个则来自损益表。

评估一家公司的投资潜力可以从三个要素着手：前两个要素与资产负债表有关，后一个与损益表有关。

- 有价值、优质的资产可以看出企业的稳定性与安全性，在某些特殊状况下甚至是未来股价增值之所在。
- 负债会减少企业的资产与获利，但有时也可以刺激企业成长。
- 获利品质与潜力是股价上涨的原动力。

近来许多人将焦点放在获利力上，但基于唱反调的天性，我们还是从资产负债表开始说起。资产负债表本身是索然无趣的，我们会尽可能让它浅显易懂，至少会从投资人的角度，而不是会计师的角度来分析资产负债表。这些数字后面隐藏着重要的概念——代表股票内在价值的实际金额。

惊喜交集

对于价值投资者来说，第一个应该遵守的原则就是不要亏钱，而这也是学习资产负债表之所以应该成为基础训练的原因之一。资产负债表上的消息可以是正面的、负面的，也可以是中性的，它会告诉你这家公司是不是很快就会破产，或原地踏步不动，还是经营的基础稳如泰山。资产负债表上的数字同时也代表了企业内在价值的下限——股价在此数字之下就是绝佳的廉价品。

资产负债表可以传达出企业经营的警讯，同时也能作为投资标的物的安全性背书。当资产负债表肯定企业的内在价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值时，投资人就应该有信心：该公司会稳健成长，长期投资的报酬率将十分可观。

格兰汉姆说过，资产负债表有时会为投资带来非凡的回馈：

当和股票的市场现值相比，若发现企业握有极高额的现金时，通常显示该公司具有某种投资的意图。在这种状况下，股票的价值可能超过获利记录所显示的价值，因为该企业的很大一部分内在价值反映在现金上，而不在损益表上。到头来股东总是可以享受到这些现金资产的好处——不是配发股息，就是转而投资在企业营运上。

本章稍后说明资产所扮演的角色时，会再提到现金资产。

何谓资产负债表

资产负债表有时又称为状态报表(statement of condition)，这种称谓可以说是恰如其分。这是企业生命史当中某一特定时段，例如一季，或是一个会计年度结束，其财务面的“瞬间剪影”。“分析企业的另一个办法是看其资本(资产)和资本来源(负债与股东权益)的排列情形。”约翰·唐宁斯和乔登·古德曼在其合著的《财务金融用语辞典》(*Dictionary of Finance and Investment Terms*)中指出，“资产等于负债加股东权益，而资产负债表上的项目就是等号两边的组合。”

财务报表上显示着各种数量计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 定量因素（quantitative factors）往往让许多投资信息流于数学分析，所幸这些定量因素可以被简化成一些老少皆解的简单原则。

  到最后，资产负债表的定量因素，只是下一阶段定性分析筛选股票的前置作业而已。

- 定性因素(qualitative factors)则是理性思考的过程——需要运用推理能力。定性因素包括企业的本质、在产业中的相关定位状况、产品特色、地理分布、作业流程、管理风格，甚至是该产业与总体经济的前景等。

资产负债表和损益表可以显示出某支股票为什么值得投资，只需一个随身携带的计算器就可以解释其中大部分的数字，但只有投资人才能决定究竟要不要投资该股票。

资产负债表会说话

资产负债表的主要指标包括：

- 资产；
- 负债；
- 现金头寸；
- 股东权益(包括股息股息)。

上述数字彼此相辅相成，因此单独分析个别数字并没有太大意义。这些数字以比率形式做比较，或是必须除以在外流通股数，以便与股价对照，将个别企业的财务比率与同业竞争者或产业平均相比，以此显现这些数字的意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阅读财务报表

负债对股东权益比率（debt-to-equity ratio）、流动资本、流动比率（current ratio）、速动比率（quick ratio）等都是由资产负债表衍生而来的。极端保守的投资人甚至会拿企业的账面价值与股价相比，以确定自己买到真正物美价廉的股票。另有些人则认为不需要考虑账面价值，以下会提到其中更多的论战。

但在开始探讨之前，还是应该先了解资产面。

一般来说，不论研究分析任何财务报表，都应该把时间因素考虑在内。大多数企业会在年度报表中提出该年度的成绩，同时把前几年的数字一并列出比较；有些公司甚至会以图表显示出几年来的变化状况。部分资料分析服务公司，例如价值线（value line）与标准普尔 500 指数，则可以提供多达十年的历史资料。从单一年度的资料很难看出企业的稳定性与成长情形，但逐年比较企业的资产负债表与损益表，就可以看出重要事件的轨迹。通常每一家公司都会面临经营的高低起伏，但如果股价持续上扬，时日一久，这家公司一定得继续成长才成。

资产——投资人的观点

对投资人而言，资产价值就像是一张安全网。股价随时会下跌，但无论如何不大可能跌出安全网，同时这张网也可以让股价反弹上扬。以资产来衡量，如果某支股票的价格明显被低估，则接下来一定会有事件出现，来反映该公司的资产价值。这些事件可能是股价的自然上涨、购并竞标案；或者，最不寻常的状况就是清算资产，然后将所得以现金股息方式发放给股东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然清算资产的情形极少发生，但不久之前就发生在一家大公司——通用动力身上。美苏冷战结束之后，美国即将大幅缩减军事经费的消息传出，通用动力股价应声大幅下滑，迫使该公司立即采取行动，变卖39亿美元的资产，以提高该公司的现金头寸，保护大股东的权益。

资产的再利用

通用动力这家有百年历史的军火供应商，在卖掉其战略军事、太空系统、飞机，以及资料处理等部门之后，只剩下核潜艇及坦克两个该公司认为有把握领先市场的事业部。1992年，在该企业重整运动方兴未艾之际，巴菲特买下了该公司15%的股票。

通用动力同时也提出了一个不寻常的释股计划——“各付各拍卖”(Dutch auction)，该公司的最大股东——芝加哥况恩家族释出他们手中的部分持股。1993年通用动力买回该公司将近30%的股票，当年就给了股东每股50美元的特别现金股息（外加在正常股息之上），股东之一芝加哥况恩家族当然也不例外。

完成这些工作之后，通用动力的长期债务已经降到趋近零的程度，虽然销售额也减到原来的1/3，但该公司的总市值（即购买该公司所有股票所需的金额）却从1993年的10亿美元增加为1995年的30亿美元。通用动力的股价也由1990年的9.5美元低点，跃升至1993年的高点——60美元。通用动力热潮过后，股价一度滑落，但1996年初时又回到59美元左右的价位。

1995年通用动力仍然持有12亿美元的现金（约每股18美元），正常状况下，很有可能成为恶意杠杆购并（leveraged

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

buyout)的目标。但因为况恩家族仍持有13%的股权，而柏克夏·哈撒韦公司也持有8.4%的股份(发放现金股息后柏克夏·哈撒韦卖掉了一些股权)，使其被购并接管的困难度升高不少。

资产题材

在组织精简的过程当中，通用动力拥有很好的资产题材(asset play)。“资产题材就是你知道它拥有一些价值不菲，而且华尔街人士极度重视的东西。”林奇如是说。

林奇指出，例如像北柏林顿、联合太平洋、圣大菲南太平洋等公司，都承袭了19世纪美国政府为了鼓励兴建铁路而廉价抛售土地的雄厚不动产。事实上，这些铁路公司所获得的不仅是土地，还包括石油、天然气、采矿及森林开发的权利。在20世纪结束之前，运输业的本质已然改变，铁路公司之所以值钱不只靠铁路运输本身，更大部分是由于他们所拥有的天然资源。资产使他们行情看俏。

资产价值的不同

老一辈价值投资者（对于1929年大崩盘耿耿于怀、深怕重蹈覆辙的人）与新一辈价值投资者（新世纪的投资人，例如巴菲特）之间的分野，就在于对特定类别资产的态度不同。传统式投资人对有形资产(tangible assets)较有信心；较现代的投资人则认为不必斤斤计较有形资产，但如果能同时深入了解无形资产(intangible assets)，反而可以找到提高总体投资报酬率的原动力。

巴菲特表示，他是在丢弃重视有形资产的习惯以后，才有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几次最成功的出击："凯恩斯指出了我的问题——'找出新意并不难，难就难在如何摆脱旧习。'我花了很多时间才摆脱旧习惯，部分是因为同一个老师所教给我的东西，绝大多数在过去(甚至一直到现在)都有非凡的价值，很难割舍。但最终，直接或间接的产业经验，造就了我现在对于'拥有雄厚商誉、但资产较少的公司'的特殊偏好。"例如可口可乐和盖科都是这类公司的典型。

硬件资产

有形资产包括现金以及土地、建筑物、设备、办公室家具等固定资产，尤其是那些款项支付完毕，已经开始增值，但略低于现在市场价格的固定资产格外值得留意。一些老字号的公司，例如 AT&T、铁路公司、杜邦以及许多公用事业公司，常常就因为固定资产的增值而连带推升其股价上扬。

不过有形资产的价值也可能问题重重。有形资产应该用滑准法(sliding scale)来衡量，现金资产可以取面值，但是建筑物、机器等无法在市场上交易的投资商品，也许只值账面价值的一半(甚至不到)。房地产价格尤其不容易掌握，因为可以议价，而且影响价格的因素太多。

软件资产

无形资产的价格就更难掌握了，商誉、专利权与商标、使用权、广告支出，以及任何足以让企业有竞争优势的非实体资源等，都是无形资产。可口可乐这个全球知名的商标，就是很好的例子。虽然企业尽可能用逻辑化而且复杂的估算方法，但要为无形资产制定价格仍是一桩难事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格兰汉姆与杜德并不以偏好无形资产知名，但是他们知道，靠无形资产挣钱的公司，要比只靠现金投资的公司更具竞争力：

就现代状况来看，这些所谓的“无形资产”、商誉甚或一个极有效率的组织，都和建筑物与机器设备一样，可以用金钱来衡量。尤有甚者，在特定状况下，拥有相当无形资产的企业可能只需要投资很少的资本，就可以有很高的增长率。正常状况下，比起每单位营业额需要提供大型制造设备的公司来说，它只要投入极少的费用就可以很快地增加营业额与利润。

谁在乎账面价值

若有形资产与无形资产的辩论越来越热烈，关于账面价值的争议就少了。大多数严谨的投资人并不在乎账面价值；这样说可能会让公司年报、证券分析报告或其他记载有账面价值等刊物的读者觉得满头雾水。

账面价值一度被认为是企业财务报表中最重要的要素。但如今投资人已经知道账面资产价值与其原始投资成本、应售价格、甚至未来应该转换的价格甚少关联。然而会计师仍致力追求一个遥不可及的目标，企图让账面价值反映企业的实际价值。在真正拍板定价卖出之前，没有人知道企业的绝大多数资产（现金和现金等价品除外）与真正的市场价值究竟相差多少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产清算价值表

	清算价值占账面价值的比率	
资产类别	**正常范围**	**大约平均**
流动资产:现金资产 (包括在交易市场的证券)	100	100
流动资产:应收账款 (较正常留存为低)	75 ~ 90	80
流动资产:库存 (较市价或成本为低)	50 ~ 75	$66\frac{2}{3}$
固定资产与其他:房地产、建筑物、机器、设备、非市场交易之投资、无形资产	1 ~ 50	15(近似值)

* 流通业清算时价值会较其他产业为低。平均范围大约是 30% ~60%，平均值约 50%。

资料来源:《有价证券分析》,579 页。

在柏克夏·哈撒韦公司 1995 年的股东大会中，投资人询问巴菲特账面价值的重要性，巴菲特回答:“账面价值不应该是考虑的重点，重点是这家公司在这样的资本配置下，能有怎样的资本回报率。”他接着解释，账面价值立足于过去，是企业以前所投入的，而内在价值才是企业未来可以产出的。问题就在于许多分析师往往将账面价值与内在价值混为一谈，若要再清楚地界定，账面价值（如果正确合理）就是内在价值下滑的最低底线；如果一切正常，企业的增长定然会远超过账面价值。

这个有争议的数字公式是这样的：

$$账面价值 = \frac{总资产 - 无形资产 - 负债 - 普通股之前发行的股票价值}{普通股股数}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《华尔街日报》曾经举例解释格兰汉姆如何计算账面价值："一家有 20 亿美元资产、16 亿美元负债的公司，其账面价值就是 4 亿美元。如果它的在外流通股数是 2,000 万股，那么它的每股账面价值就是 20 美元。而格兰汉姆绝不会以超过每股 24 美元的价格购买这支股票。"

现在一般公司通常以账面价值 3 倍的价格在股票市场交易。格兰汉姆则说，最理想的股票价格，最好不要超过每股账面价值的 1.2 倍，而且比率越低越好。

账面价值仍然举足轻重

除了这些已知的缺点之外，账面价值其实仍是衡量企业"已支付之实际资产"的良好指标。对于遵照格兰汉姆的告诫，以买整个公司的劲头来买股票的人，账面价值提供了另一种信息：它告诉投资人可以从哪些项目赚到钱。如果可以用较低的价钱购买类似的资产或创立一家新公司，并因此得到相同或更高的投资报酬率，这未尝不是明智的做法。事实上，格兰汉姆与杜德也认为，这些正是成功企业领先群伦之所在：

(我们) 的确有一些预设立场，比较喜欢低于资产价值而不是高于资产价值的公司。可以溢价出售的公司必然有较高的资本报酬率，而较高的报酬率一定会吸引竞争者加入，所以，一般来说，溢价情形是不可能永远存在的。

对于获利状况惨不忍睹以致必须以资产价格打折贱售的企业，相反的准则也同样适用：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以，我们不认为可以在企业的市场价格与账面价值两者之间定下任何合理的规则；除非有强力推荐的理由，而购买者也愿意遵从建议，并且满意于自己理智行事的结果。

因此当1995年大通曼哈顿银行的股价低于账面价值时，持有该公司股票6.1%的投资人麦可·普莱斯开始对管理阶层施加压力，提出该公司“尽可能增加公司价值”的要求，就一点也不意外了。普莱斯要求大通银行主管想办法拉高股票价格，大通银行很快就采取一项非常积极的成本缩减措施，同年8月，该公司宣布了与化学银行100亿美元的股权交换计划。这项投资人所盼望的购并案，未来将会增加该公司的资产报酬率。

负债问题

考虑过企业资产的本质之后，还有两个关于资产负债表的问题：

- 负债是可以管理的吗？
- 当负债清偿完毕，是否还有足够的现金维持企业的运营？

绝大多数人对负债的认知都停留在直觉的阶段。我们根据过去的生活经验知道，债务是有益但危险的：助学贷款、房屋贷款、汽车贷款以及对于主要资产的贷款，可以帮助我们改进财务状况，短期贷款有助缓解突发的资金需求，但过多的借

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷则会让人陷入一贫如洗的困境。企业的状况亦复如是。

就像林奇所说："没有负债的企业是不会破产的。"

从正面来看，对外借贷能够增加企业可资运用的资金。格兰汉姆与杜德也指出，负债是资本结构（capital structure）的一部分，借贷可以给企业较大的资金调度能力，以便兴建新厂房、开发新产品、拓展新市场等：

所有企业最理想的资本结构，都应该包括安全发行、以资投资的高级证券。

巴菲特也赞同："我们不觉得借钱有多糟。我们乐意对外借钱——金额大小约是在我们认为即使发生最糟的状况都不致影响柏克夏·哈撒韦公司前景的范围。"

数字比率正式上场

由于过大的负债是财务困境的典型警讯，分析师通常会同时作各种检查以测量企业的债务状况。第一个测量指标，就是代表贷款背后所有权支撑状况的"负债对股东权益比率"，也就是一旦公司经营不善必须清算时，股票可以减轻债权人求偿的极限。

$$负债对股东权益比率 = \frac{总负债}{股东权益}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正常情况下，企业的负债比率大约是50%左右。换句话说，投资人会希望每1块钱的股东权益对应5毛(在十拿九稳的状况下可以增加到5.5毛)的债务。对于较保守的投资人，企业的总负债不应该超过总资本的50%，最多不能超过总资本的55%。

另一个评估企业负债的方法则是对该公司公司债的评级。正如格兰汉姆与杜德所说，债券评级结果会影响公司借款的利率高低：

代表全公司的普通股，比只代表极少数人、只有一人求偿的债券还要稳当。

晴天借伞，雨天收伞

金融理财作家甘瑞特曾经把企业的债券评级描述为格兰汉姆与杜德的第一信用定律。“企业一定要预留准备金，因为公司债的利率往往和企业的还款能力成反比。体质健全的公司通常可以以较低的利率借到钱，虽然和体制差的公司相比，它更有能力负担较高的利息。由此可知，‘好的信用’可以节省利息成本，而产生‘更好的信用’，反之亦然。虽然这看来有些似是而非而且并不公平，但却是证券分析时颠扑不破的真理。”

债券评级通常由几家信用评级公司负责：标准普尔、穆迪、芬奇等，等级则从AAA(无法偿付的概率极低)到D(无法偿付的概率极高)不等，债券的投资等级则至少要在BB(含)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上。标准普尔同时也出版分析报告，提供各股票的评级情况，这也是衡量股票品质的一种指标。

净流动资产的价值

营运资本尤其是企业财务的有效避震器。净流动资产价值（net current asset value），或称为流动资本，就是企业可以用来应付每天营运或业务周期的资金。周期指的是从原材料开始，到成品、销售，最后收到贷款为止。

净流动资产价值（流动资本）=
流动资产（现金、应收账款、库存）－流动负债

分析企业的营运资本时，若能一并考虑其稳定性与管理能力，投资人就可以从企业应付商业周期的状况与公司成长的情形，了解其管理层的能力。营运资本显示企业是否有足够的资源从流动资产中支付流动负债。

净流动资产价值是格兰汉姆投资理论的基石。如果有机会，投资人也许想要购买股价约等于每股净资产价值 2/3 的股票。这样的股票并不多见，但只要找到，投资人一定得仔细探究这些股票之所以低价出售的原因。流动比率是另一个衡量流动资本的指标：

$$流动比率 = \frac{流动资产}{流动负债}$$

流动比率的使用方式和负债对股东权益比率颇为类似。一家体质健全的公司流动比率应该是 2——每 1 块钱的流动负债对 2 块钱的流动资产。从另一个角度来说，流动比率是 2 也代表流动负债不超过流动资产的 50%。一般来说，库存较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少、应收账款收取问题较小的公司在运作上较为稳当，流动比率也会比现金流量不稳定的公司为低。

酸性检验

另一个严格检验企业每日流动资本强度的指标是速动比率，又称为酸性检验（acid test），是以净速动资产（net quick assets）为基准的。

$$净速动资产价值 = 流动资产 - 库存 - 流动负债$$

$$速动比率（酸性检定）= \frac{流动资产 - 库存}{流动负债}$$

速动比率为 1 的企业，表示即使该公司销售业务完全停顿，也有能力支付债务。投资人可以查询所投资的公司是否同时通过了流动比率与速动比率的检验。

清算价值

检视流动资产价值的时候，就会注意到另一个少数投资人关注的课题——清算价值（liquidation value）。美国大萧条后，不少公营事业股票严重下挫，许多投资人买了股票之后，就只是坐等该公司关门大吉然后清算资产。清算一家企业并不是什么愉快的事，员工失去了工作，社区失去了赖以维生的收入来源，整个社会都会受苦。清算价值不只是最后一道防线，更是一条绝对的底线；当清算发生的时候，企业最终的内在价值也就显示出来了。

前面提到的每股净流动资产价值（每股流动资本）也可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为清算价值的粗略指标。企业的清算价值不会是一个确切的数字，而且也只能是一个大概的估计，除非它真正卖出，有时这也称作格兰汉姆与杜德的第一清算价值定律：

负债是确切真实的,但资产的价值就有待商榷了。

所幸就如同格兰汉姆与杜德所说，大多数情况下我们总是能粗略估计出大概的清算价值，反正除非到真正需要，我们也不必知道确切的数字。

股价低于清算价值通常不是什么好消息。某些暂时的事件——大盘突然剧幅下滑、突发的噩耗，可能会导致股价重挫，但应该很快就会反弹。如果股价持续在清算价值以下，就代表有人判断错误——可能是管理层、股东，甚或整个市场。

管理者该清醒了

股价持续低于清算价值，在理论上根本就说不通，如果公司继续营运但股价却低于清算价值,那就真的该清算了。

如果管理层没有解决这个问题，格兰汉姆与杜德建议投资人应该：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价低于清算价值透露了一个信息，那就是这家公司施行的政策出了错，经理应该着手改进——如果不是出于自愿，就是在股东的压力下进行。

在大萧条时代，投资人知道即使是股价低于清算价值的公司，一旦经济形势回升就可能马上扳回一城；也可能产业周期会好转、企业的经营策略会改善，例如更换经理、开发新产品或是放弃过时的产品等；该公司也可能成为购并接管的标的；或者会清算部分资产，将现金发还给股东。

购买这类股价低于清算价值的股票所面临的风险——还是相当高的风险——是这家公司还会继续赔钱，而且所有人也不打算清算变卖这家公司。事实上，除非破产程序被强制执行，否则所有人与经理也很少主动清算变卖。

净"净资产"

投资人如果能做风险分散，买一篮子"流动资产比流动负债及长期负债总和多1/3"的公司，应该就不会出大差错了，这也就是第一章所提到的巴菲特的"烟屁股"法。这种还留有零头的股票今天已经难得一见，不过偶尔还是会冒出来。如果格兰汉姆有什么压箱底的选股技术，那应该就是这个，这也是如何在华尔街的跳楼大拍卖中挑选好货色的技巧。大萧条之后，格兰汉姆靠着购买这些有零头的股票狠狠赚了一笔，他不是那么在意股票品质，不过他同时买了许多这一类的股票，以分散风险的方式当防护罩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$\text{每股净“净资产”}=\frac{\text{流动资产}-\text{流动负债}-\text{长期负债}}{\text{在外流通股数}}$$

投资人若能以低于净“净资产”价值1/3的价钱买到股票，即使该公司的财务状况有些摇摆，都可说是极为上算的投资。

股权资料

股东权益，如同前面所述，是特别股、普通股、资本公积与一些其他项目的总和。作为一个股东，你的名字就在其中，你也应该有雄心壮志，用不同的方法找出投资报酬率的所在。投资报酬率可能来自股价的增长、配股配息，或者两种皆有。下一章我们将讨论股东应追求怎样的投资报酬率。

面　额

面额（par value）曾一度代表投资于企业的资金，同时也是每股原始投资的金额，亦即是股东初始投资的指标。不过企业现在往往只从会计目的出发来决定股票的面额。

股东权益的意义和面额类似，虽然并不容易追溯最原始的股东权益。每股面额原本是一个有意义的数字，现在虽然仍旧出现在财务报表上，但对投资人而言已经没有意义了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

神圣的股息股息

股息股息代表着投资人可以立即分享的企业收益（不是以再投资以及分享股票未来投资成果的方式），同时也是让股东分享企业经营成果最快、最正当的方式。

格兰汉姆与杜德理论中，最受争议的一点就是，他们不认为管理阶层保留企业收益而不配发股息是对股东最有利的方式：

虽然投资人早已被教导要称颂这个理论（把利润缴给公司是最好的方式），但他们的直觉——也许是更好的判断——却不做如是想。

格兰汉姆认为，智慧的投资人宁愿把股息拿在手里落袋为安（即使是用这笔钱买了相同的股票），也不愿意冒险等待企业成长。而且，他强调，管理阶层有责任配发股息股息：

我相信华尔街的经验清楚显示，回馈股东最好的方式就是把股息配发给他们。不管用获利能力还是资产来衡量，这些股息相对于企业盈利与股票真实价值来说都是公平合理的。

格兰汉姆指出，管理阶层过于计较股息，或者根本不发放股息，有时只是出于方便自己的理由，毕竟握有现金总是比较容易让这些经理人度过艰难时期或弥补错误的决策结果。有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时股息政策只是考虑到经理和大户的税务——他们不希望增加现在的应税所得，结果，其他投资人一无所得。

老乡亲的报酬

一般人，尤其是那些寻找股价一飞冲天潜力的基金经理人，不再像以前一样重视股息，但有一些散户，或是说追求保障的投资人还是希望配发股息。对于遵循“买进并且持有”策略的长线投资人，配发股息可以说是惟一的投资获利方式。

配息除了是银行利息的代名词之外，对于许多投资人来说，也是一个显示企业未来成长的可靠指标。市场上很早就已经对于配息和企业内在价值两者之间有所认知：“我们大概可以从企业对其收益所配发股息的状况来决定企业的价值。”查尔斯·道在 1902 年如此说。当时市场上主要的投资标的就是铁路公司，而赚取股息则是投资人最大的动机。铁路公司虽然早已风光不再，但企业收益、股息和企业价值之间的关系却一直维持了下来。

同时，长期配息、定期增加配息额度也显示了这家公司较为有限的经营风险。除此之外，配息的增加，等于是管理阶层看好未来前景的有形背书；而配息的减少，则等于在企业经营轨迹上亮起了红灯。

然而，并不是所有的企业都应该配发股息。这必须视产业经营的状况以及各个公司所需要维持增长的资本多寡而定，适当的配息率可能是 80%，或者相当于 50% 的净利所得。欲分析一家公司的配息状况，不妨计算其过去 10 年的平均获利以及平均配息，从这两个数字当中，可以算出该公司的平均配息率。尽管企业收益高低起伏，但配息应该保持稳定，而最好的公司其配股应该是不断增加的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总报酬率

毋庸置疑，配息和股票增长两者之间必须有所取舍，这也是总投资报酬率——股价增长加上配息之所以成为衡量准则的原因。制造喷雾式润滑剂的 WD-40 公司，就有傲人的配息历史与高配息率。

WD－40 公司配息表

年　　度	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
股　利	1.04	1.47	1.63	1.90	2.02	1.72	2.16	2.3	2.3	2.5
股息占净利比率(%)	67	100	79	91	99	85	91	85	86	89

资料来源：WD-40 公司 1995 年年报。

80 年代末，WD-40 公司的单一产品在美国市场已经接近饱和，该公司不得不对外拓展国际市场。此举不但耗费巨大，业务也在拓展新市场的同时停滞不前，这可以从该公司的配息史中发现蛛丝马迹，净收入每年都有变动，但除了 1991 年之外，股息是每年都有增长的，结果就造成了某几年配息较高的状况。配息记录同时也可以看出 WD-40 公司管理阶层对该公司发展策略极有信心。1995 年 WD-40 公司的股息殖利率 (dividend yeild) 是 5.9%，这支股票同时也是许多分析师眼中的价值投资。

另一个判定股票究竟是定价过高 (overvalue) 还是定价过低(undervalue)的方法则是，比较同类型公司的股息殖利率。在安全性、成长性及其他因素都相同的状况下，股息殖利率最高、股价最低的个股是最好的选择。如果要进一步确定股票的价值，可以和道·琼斯工业平均指数的股息殖利率相比。这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数字都可以从《华尔街日报》、《巴龙》双周刊及价值线、标准普尔等分析服务公司取得。

一点一滴取得股权

格兰汉姆与其他分析师最大的不同在于对股息（stock dividend）看法的分歧。管理者与分析师往往认为股息只是平白减低现有股票的价值，格兰汉姆却认为股息是企业将累积收益转换为资本结构的方法。如果股息不具股权稀释性，而只是累积资本的分配，即使股价在股息后下挫，最终仍会止跌回升，投资人最后还是可以获利。

一般投资人对于股票分割(stock splits)通常有比较负面的印象。股票分割的目的其实在于降低股价，并因此增加股票的流通性。股票分割之后，投资人持有的股票数目变多，不过每股价格也降低了。分割后的股票股息状况通常和分割之前相同；如果这家公司按照正常情形配股，投资人持有的股票数量增加，自然所分到的股息也会随股票分割比率而等距增加（2倍、3倍等）。即使股价下跌，投资人的总报酬率(配股收益加上股票的增值)可能还是毫发无伤。如果有正当理由进行股票分割，股价应该在股票分割后很短时间内就迅速回升。在没有分配股息的状况下，反对股票分割与发放股息是正确的，因为股东根本没有从其中拿到半点好处。

保留股息的理由

当然，有些正当经营、快速成长的公司是不配息的。在1967年，巴菲特的公司还是有限合伙公司的时候，就没有配过息。但这个合伙公司及其继任者柏克夏·哈撒韦公司，却让原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先的几十个投资人变成了百万富翁。另一方面,投资人如果急需用钱想要变卖股票,以柏克夏·哈撒韦公司每股36,000美元(1996年3月)的天价,恐怕也不容易脱手。

如果企业没有配发股息,它就得像柏克夏·哈撒韦公司这样,把收益放在更能获利的地方。以下几个不配发股息的理由是可以被接受的:

- 为了强化企业的流动资本;
- 为了增强生产能力;
- 为了减少负债;

配发股息的危机

在下列两种状况下,配发股息也可能造成企业营运的危机:

- 当企业的每股收益少于每股配息时;
- 当负债过多时。

企业(经年累月以来)的平均获利金额应该能充分支付平均配息金额。虽然每股收益有时会低于每股配息,而且可以从企业过去的保留收益中提拨部分金额来配息,但这样的情形不可能长此以往。真正获利力强的公司很少因为无法清偿银行贷款而破产;但如果企业真的陷入困境,债权人可能会要求公司暂停发放股息,以作为解决财务困境的具体行动之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结 语

买房子的人会小心翼翼，注意建筑工地的土壤是否结实、有没有在冲积平原上面、地基盖得牢不牢固，投资人也应该遵循类似的建议。好的资产负债表就像一家公司的结实地基，不管是买房子还是买股票，精明的投资人都不应该付超过资产的价钱。

格兰汉姆与杜德也提醒我们，购买接近资产价值的股票并不见得就有十拿九稳的投资报酬率，但认清楚一个价值投资的标的仍是第一要务；较好的本益比、较低的成本、强劲的销售数字以及光明的收益前景，会告诉我们接下来的故事。

同时，请不要忘记……

- 资产负债表是很有用的工具，千万不要对它望之却步。
- 就投资而言，安全性不是完全而绝对的。但是我们可以通过解读财务报表、大胆下注，有效提升我们的成功率。
- 账面价值虽然不是内在价值或是企业所有人的未来价值，但却可以被视为内在价值的底线。
- 如果把企业看成一艘船，那么资产负债表就是船身，而损益表就是船帆；船身让船浮在水面上，而船帆却是推动船前进的动力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公式及比率一览表

- 账面价值 $=\dfrac{\text{总资产}-\text{无形资产}-\text{负债}-\text{普通股之前发行的股票价值}}{\text{在外流通股数}}$
- 负债比率 $=\dfrac{\text{总负债}}{\text{总股东权益}}$
- 净流动资产价值 = 流动资产 - 流动负债
- 流动比率 $=\dfrac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}}$
- 净速动资产价值 = 流动资产 - 库存 - 流动负债
- 速动比率 $=\dfrac{\text{流动资产}-\text{库存}}{\text{流动负债}}$
- 净“净资产” = 流动资产 - 流动负债 - 长期负债
- 每股净“净资产” $=\dfrac{\text{流动资产}-\text{流动负债}-\text{长期负债}}{\text{在外流通股数}}$
- 本益比 $=\dfrac{\text{股价}}{\text{每股收益}}$
- 边际利润 $=\dfrac{\text{净利所得}}{\text{总销售额}}$
- 内在价值 = 每股收益 (2 × 预估收益增长率 + 8.5) × $\dfrac{4.4}{\text{目前 AAA 级公司债殖利率}}$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际安全飞航公司

(Flight Safety International, FSI) 1996 年 2 月

- 账面价值 $=\dfrac{833-41-238}{31}=17.8$
- 负债比率 $=\dfrac{238}{595}=40\%$
- 每股净流动资产价值 $=\dfrac{305-84}{31}=7.1$
- 流动比率 $=\dfrac{305}{84}=3.6$
- 每股净速动资产价值 $=\dfrac{305-8.7-84}{31}=6.8$
- 速动比率 $=\dfrac{305-8.7}{84}=3.5$
- 每股净“净资产” $=\dfrac{305-84-38}{31}=5.1$
- 本益比 $=\dfrac{53}{2.7}=19.8$
- 边际利润 $=\dfrac{61}{157}=39\%$
- 内在价值 $=2.7(20+8.5)\times\left(\dfrac{4.4}{6}\right)=\$56.4$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总资产：	833
无形资产：	41
总负债：	238
所发行股数：	0
在外流通股数：	31
总股东权益：	595
流动资产：	305
流动负债：	84
库存：	8.7
长期负债：	38
股价：	53
每股收益：	2.7
净利所得：	61
总销售额：	157
预估收益成长率：	10%
目前 AAA 级公司债殖利率：	6%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



损益表与成长潜力

只有一种增长率实际发挥效力:收益增长率!

彼得·林奇

就如同第二章所述,强有力的资产是极为重要的,因为资产可以确保企业持续运作从而产生收益。格兰汉姆与杜德指出,收益才是企业成长的动力:

除非未来有可能分配现金资产,否则股票之所以卖钱是因为收益与股息,而不是因为这些现金资产的价值。

这个概念再简单不过。企业应该有足够的收入来支付营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运开销、债务本息、配发股息，然后还必须有足够的资源可以再投资于企业的经营，以便未来蓄势待发。投资人因为对企业的未来有所期待而买股票，股票的价格则因需求的不断增加而上涨，而收益就像吸引蜂群的蜜——投资人就是蜂群。

价值投资人追求关于企业稳定性的证据，同样也希望看见企业获利的证明；一般而言，企业过去的表现就是投资人仰赖的证明。“如果一家公司的过去不堪回首，而未来却前景光明，”巴菲特在柏克夏·哈撒韦公司的合伙管理人查理士·孟格指出，“我们会放弃这家公司。”

格兰汉姆教导学生，重要的不只是现在与过去的高额收益，还应该注意收益的品质、收益的稳定性及各种围绕“定量”数据之外的“定性”因素。许许多多这些关于企业荣枯的资讯——企业的能量与活动，都在损益表之中。

什么是损益表

损益表(income statement，有时又称为 profit and loss statement) 一共有两大部分：收入与支出——某些公司还有保留收益这个项目（另一些公司则把保留收益与股息一起列在资产负债表中)。

收入项目包含：企业提供产品或劳动所得、变卖资产或副业部的获利以及投资所得。支出项目则包括：生产产品或劳务的费用、经常性支出(overhead expense)、折旧费用、研发费用、所得税以及其他经营企业的费用等。

对于损益表的数字，格兰汉姆有根深蒂固的不信赖感，因为他觉得有太多伎俩可以改动收益结果，这也就是他所讽刺的“试验性会计实验室”的温床。他认为，重复发生的收入或损失、分公司或关系企业的营运、折旧与准备金尤其是容易被做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手脚的地方。

投资人看获利

投资人不妨从下面三种角度来看损益表：

- 会计。这些是不是真正的收益?是不是正确而且公正地反映了企业经营的状况?
- 企业。这些收益对于企业未来的获利有什么意义?财务报表是不是反映了一个动态的、成长的企业实体?
- 投资。我们可以怎样利用这些资料来评估股价?

熟悉本章介绍的概念之后，投资人就不需再参加审计班学习如何研读损益表了。

在开始之前，首先我们要说明一些概念。损益表出问题的时候，通常只出现一年，或者是很短的时间，要除去这些短期的扭曲数字，得用过去7~10年的平均股价、年收入或其他数字才成。“平均化”可以建立一家公司的典型财务数字，能够拿来平均的年数当然越多越好。

稍纵即逝的利润

任何会影响公司收益的事件，例如变卖某一项资产的收入、因为销去坏账或因为天灾造成的大笔损失，都应该搁在一旁，从收益数字当中剔除；但是这些事件的状况必须经过仔细确认，并加以适当的判断。这些单一事件不应该被拿来当做展望未来企业收益的指标。

变卖资产有助于该年企业收益的改善，但格兰汉姆指出，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出资产也就是减少了公司的总资产，除非把这笔钱用在下列项目，否则变卖资产的意义不大：

- 重建公司的资产基础；
- 减少债务；
- 对企业未来收益有实质性贡献。

一个制度健全、管理良好的公司，不仅应该有能力自行调度一般营运的资金，也可以运用短期借贷提供经营周期的周转金，但绝对不会以变卖资产的一次所得来支付正常费用支出。

瞒天过海

会计师在某些状况下会注销或向下调整某些项目：可能是他们认为绝对收不回来的呆账，或是他们认为已经不再那么值钱的资产；某些情况下，前一年注销的大量坏账，可能会为下一年度带来超出正常的大幅收益。这是管理阶层惯用的伎俩，在获利不理想的年度顺势注销呆账或缩减资产价值，也就是把所有的坏消息全部集中在一个会计年度之内。在心理上，面对一个糟糕透顶的年度，总是比面对连续几年的拙劣表现要舒坦得多；更何况这个糟糕透顶的会计年(季)度之后，随之而来的还会有一个戏剧化的好成绩。

收益的大幅增长也会让投资大众为之雀跃不已（想想去年糟得一塌糊涂，今年已经咸鱼翻身），但同样地，这样较好的收益也可能只是回光返照而已，再接下来的年度，这家公司的获利状况就会再度回到原点。

话说回来，如果诚实地而且有正当理由地注销呆账，也可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能会彻头彻尾地改善企业的营运状况。当公司坦然宣布："这的确是一个问题，我们正在解决它，调整损益表可以正确反映公司未来的状况。"其情况则是截然不同的。

对于警觉性较高的投资人来说，不管单一事件对企业而言是赚是赔，结果都是利大于弊。如果其他投资人因为这些正面或负面的消息而反应过度，都将有机会买进（卖出）一个好价钱。

公司税

40 年代初，格兰汉姆就曾表示，为了让企业经理诚实地申报获利状况，投资人应该可以随时取得企业的税务报表。一家公司如果缴了税，则表示有正当的获利；否则它一定有个合乎逻辑的理由，例如税赋减免，或是申请了某一种税赋优惠。这几年来公司已经变得愈来愈复杂，只有最精打细算的投资人——而且是极端空闲的人，才会花时间去细看企业的税务报表。

幸运的是，现在许多公司都会把公司税的总结材料放入年度报告之中，然后分送给股东。很多投资服务公司也会把一些简单的公司税务资料放在个股分析报告中。列出税后纯利是一般的标准模式，就如同林奇所说，"真正的底线"是税后纯利。

也有些价值投资人把税后纯利解释为企业的内在价值，"假设有一家制造小物品的公司，其在外流通股数有 100 股，原始投资总额 1,000 美元，税后纯利为 100 美元，则它的每股内在价值就是 1 美元。"投资经理人布兰迪说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获利源源不绝

如果过去的获利状况对投资人有意义的话，那应该是其背后持久的获利能力。企业收益可能有荣有枯甚或前后不一致，但是其中有一些东西还是持久不变的。美国前几大汽车制造商——通用、福特、克莱斯勒都曾经经历过经济周期的谷底，但多年来它们还是持续耕耘，未曾稍歇。

格兰汉姆认为，一家公司要称得上获利稳定，必须满足两个条件：(1)最近10年获利增长1倍；(2)过去10年获利下降不超过2次，每次不超过5%。另外一个衡量稳定性的方法是比较现期与前期的获利状况。以克莱斯勒为例，该公司在1984~1994年间每股收益增长将近1倍：

企业的稳定性可从过去10年每股收益的趋势与最近3年相比中看出端倪；如果都没有衰退，就显示企业在稳步成长。

1984~1994年克莱斯勒每股收益

年度	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
每股收益	5.22	6.25	6.31	5.90	5.08	1.36	0.30	-2.7	1.38	6.77	10.1

10年平均：4.95美元

3年平均：6.08美元

1994年账面价值：每股46.65美元

1995年最高、最低价：58.13美元、38.25美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获利性

格兰汉姆认为，衡量获利性的方法有很多。营运收入(operating income)与销售业绩(sales)两者之间的比率，是一个强弱的指标，这也是格兰汉姆最偏好的一项。标准普尔个股报告中包括“营运收入占总销售业绩比率”，或价值线涵盖“边际利润”(profit margin)，这些都是获利性的资讯，也是衡量成本控制、效率与竞争力的指标。

最划算的投资，是选择一家边际利润较同业为低，但未来大有可为、边际利润可能大幅提高——也就是一家浴火重生、脱胎换骨的公司：

$$边际利润 = \frac{总利润}{净销售业绩}$$

边际利润应该乘上100，然后以百分比表示。计算边际利润的方法有许多种，这是最简单的一种，每一个产业理想的边际利润都不同。

边际利润与股价是直接相关的；边际利润低的时候，股价通常也不尽理想。举例来说，1984年亚特兰大·瑞奇费德公司的营运收入占总销售业绩的17.2%，远低于该公司过去10年的平均水准23.5%；1985年该公司股价交易的最高、最低价分别是67.5美元与42美元。营运收入好转之后，该公司的股价也随之上扬，1990年甚至上涨到142.5美元的高峰。那年，亚特兰大·瑞奇费德公司的营运收入又开始下滑，1994年该公司的营运收入占总销售业绩的17.4%，而股价也下挫至92.5美元。1994到1995年间，这家公司展开一连串的重整计划，这改善了营运收入；到1995年中期，股价又回升到114美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

留存收益

企业加总所有的收入，扣除费用开销、股息之后，剩下来的就是留存收益，也就是未分配的收益。

留存收益报表是资产负债表前端与末端——过去几年未分配收益的累计，这也正是有些公司把留存收益放在资产负债表上而不是在损益表上的原因。格兰汉姆指出，不管留存收益放在哪里，未分配收益都是投资增长的重心：

股票的特质

普通股有投资的特点和投机的特点。在企业的未分配收益转入再投资，从而增加企业净值的同时，股票的投资价值和平均股价也会不规则地持续上升。

投机性一点也不神秘。套用格兰汉姆的话，当投资人“向希望、害怕与贪婪屈服的时候”，自然会朝过度的、非理性的价格波动靠拢。

如果收益是吸引众多投资人的蜂蜜，那么留存收益就是聚集希望与贪婪的蜂巢，企业掠夺者特别喜欢猎取有饱满蜂巢的公司。

究竟留存收益应该保留多少才最适当？企业究竟应该释出多少现金给股东？这些议题目前都仍有争议。总体而言，留存收益就像股息股息一样，散发出一个强有力的信息：企业赚取了比维持正常运作所需还多的财富。这正是一个良好投资标的所应该具备的，高于企业开销与税赋的收益，才是推动股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价上扬的动力。

在《水世界》当中他们称作"老烟枪"

这几年来，拥有雄厚现金储备的公司，屡屡成为企业掠夺者觊觎的目标。这些掠夺者就像电影《水世界》当中的邪恶海盗一样，想要找出别人珍藏的任何宝物。在《水世界》中，全球温室效应的生还者，为了争取日渐稀少的必需品的主控权而浴血奋战。至于企业掠夺者，他们是股东财富的解放者，还是只重视一己私利的、美国企业的摧毁者呢？

1995 年 4 月克莱斯勒购并案传出之后，这些掠夺者原本计划用现金储备来支援他们的购并开支，这同时也是削弱企业实力的战术之一。前克莱斯勒总裁李·艾科卡和投资人柯克·科可瑞恩携手出价 208 亿美元，以相当于每股 55 美元的天价购买了克莱斯勒，而当时该公司在市场上的股价仅为 38.25 美元。他们计划以融资购并的方式取得资金：科可瑞恩原本拥有 20 亿美元的克莱斯勒股票，再加上 120 亿至 130 亿美元的银行贷款，以及克莱斯勒原有 76 亿美元的现金储备当中的 55 亿美元。

该公司的经理在愤怒之余展开反击，指出克莱斯勒需要现金，以应付汽车业下一波的行业低潮；其他股东及银行也不支持这项计划，并且质疑艾科卡与科可瑞恩是在"摧毁克莱斯勒的老本"。蜂蜜引来了蜂群，不过在这个案例当中，急躁攻击的蜜蜂并没有得到它们想要的蜂巢。

好东西值多少钱

掠夺者常常被描述为贪得无厌的人，但说话轻声细语、文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

质彬彬的格兰汉姆却不做如是观。他不认为公司应该累积大量现金储备，除非有其他与未来成长相关的资金需求，有一些储备的用途是可以清楚计算的：用来支付企业成长的需求、作为未来不景气时的周转金、支付法律诉讼费用或者汰换一些旧的资产等，格兰汉姆强调，这些资金需求总是有个限度。企业经营的目标在于为股东赚取利润，股东也有权取得利润。

格兰汉姆重申，如果企业一定要保留收益，那一定得把这些钱用在刀口上。

也许有史以来最懂得保留企业收益的是柏克夏·哈撒韦公司，它不但保留所有收益，而且全部转入再投资（这无疑为巴菲特解决了税赋的问题——他所有的财富横竖都在纸上）。柏克夏·哈撒韦公司股东们23%的投资报酬率几乎是美国业界的两倍，巴菲特表示，他会继续为股东累积财富，每一分钱的留存收益都要原封不动地增为股东的资产。以此例来看，显然投资人对他是言听计从，而且是心甘情愿的。

收益的稀释

解释企业获利之前，还有一件事要提醒大家。分析企业每股收益的历史资料时，应该把资本额的变动状况考虑在内，也就是充分反映股权稀释的情形，并调整每股收益。调整时应该涵盖每次董事会通过的新发行股数，加上原有的在外流通股数；新股发行、股票分割、整批注册（shelf registration，已经可以发行但尚未发行的股票）等状况都应该计算进去。

这样的调整不应该只针对最近几年的每股收益，也应该包括任何作为对照的过去收益。调整新股发行后的数字最简单的办法，就是倒溯法。也就是说，每当有新股发行、优先认股权、期权、认股权证等时，就计算先前的收益数字，此外每股账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面价值与每股流动资产价值也应该随之变动。

幸运的是，大多数公司会在财务报表上记录这些经过稀释和调整的数字。不过当然也有例外，几年前美国加州有一家小公司公布财务报表，显示企业收益较之前一年度有大幅改善，但是进一步观察就发现收益上扬是拍卖资产所得。除此之外，前一年度的每股收益是在完全稀释的基础上计算的，而该年度却没有，所以每股收益的表现显得格外出色。

令人惊讶的是，六个月后这个公司就东窗事发，出现了经营危机，股东向法院上诉，控告董事会以不实资讯误导他人。这样的事件也许不会再发生，但股东却不能不张大眼睛，多加留意。

内在价值公式

如果内在价值立足于企业对股东的未来价值，而未来价值又取决于未来的获利，那么有两个问题是我们必须知道的：

- *投资人应该为企业收益付出多少资金?*
- *有没有预估企业未来收益的有效办法?*

格兰汉姆发明了一个公式，以企业收益与AAA公司债的关系来评估企业的内在价值。现在已经很少有人使用这个公式，不过今天看来仍然十分有趣。苦思投资标的的价值时，这个公式也许可作为一个验检的指标。

在格兰汉姆的公式中，E代表企业的每股收益，r代表预期增长率，Y代表目前AAA公司债的殖利率，8.5这个数字是格兰汉姆认为增长率为零时企业的本益比。本益比数字近年来有上扬的趋势，15~20是比较合理的，但保守型投资人还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以用较低的乘数：

$$内在价值 = E(2r + 8.5) \times \frac{4.4}{Y}$$

在一头栽进这个公式之前，也许不妨先看看巴菲特对这个公式的反应："我从来没有用过这个公式，我不认为格兰汉姆在写这个公式的时候是全力以赴的。"他边笑边说。

本益比

股价与收益的关系，或称本益比，作为企业获利能力的指标已经是一种惯例。当本益比升高时，表示投资人认为企业收益会上扬，反之亦然。

$$本益比 = \frac{股价}{过去4季每股收益的总和}$$

一家每股收益2美元、股价20美元的公司，本益比是10；也就是以企业收益10倍的价钱在市场上出售。以前一年度企业收益所计算的结果叫做落后本益比（trailing P/E），根据预测企业收益所得到的结果叫做领先本益比（leading P/E）。和其他财务比率相同的是，本益比要与前几年的数字相比较才有意义。

虽然格兰汉姆看重有实质根据的企业收益，并且认为据此推算出来的本益比是有用的投资工具，但他也觉得这个方法不够完美：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据企业现在的获利状况来建构企业的价值似乎有些荒谬，因为现状是不断变动的。不管乘上什么样的参数：10、15 或 30，到头来都只是随心所欲而已。

格兰汉姆与杜德后来决定不去管乘数的大小，他们认为本益比应该由上下文来判定：

- 基于保守的或是投资评估股票的着眼点，而不是由出自投机的考虑；
- 从资本结构以及收入来源的重要性来看；
- 从资产负债表中一些会影响总体收益状况的项目来看。

基本上，一支有吸引力的股票，它的本益比应该低于所有大盘股票的平均本益比。格兰汉姆偏好购买本益比在 7～10 之间的股票。保守型投资人往往必须选择较高本益比的股票来达到安全性的目标，如此也可以减少建立个人投资组合时所花费的心力。格兰汉姆告诫防御型的投资人尽可能远离本益比超过前年收益 20 倍以上的股票，以及本益比超过过去 7 年平均收益 25 倍以上的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的基本看法是，在保守评价的范围内，每一支股票都应该有一个中庸的本益比乘数上限。我们建议，20 倍于该股票平均收益的价钱应该是选择股票时的最高上限。

股价的上限

本益比通常也被用来建构内在价值的上限。一般来说，如果资产价值是估计股票内在价值的下限，那么本益比就可以作为上限。一旦投资人决定某支股票适当的本益比是 10，其所付出买股票的钱最多不能超出最近几年平均每股收益的 10 倍。

格兰汉姆与杜德表示，付出较高的价钱并没有错，只是这样容易进入投机的陷阱当中。年轻、快速成长的公司通常在本益比 20 或 25 以上的价位成交，但格兰汉姆通常不会考虑这类股票，这也是他从来不投资 IBM 股票的原因，虽然在他职业生涯早期曾经十分欣赏 IBM 的产品。

过高的本益比

有时候，某家公司可能以本益比极高的价格在市场上交易，因为该公司被认为有相当的成长前景，但请再检查一次，用该公司的每股收益乘上现在的本益比，然后再用 10 年的通货膨胀率来修正，看看 10 年后这样的股价是不是合理。不管你有多看好一部车的品质，价格高到某一个限度就不值得买了；相反的，不管车子有多破烂，价格低到某一个程度，就成了可以抢购的廉价品。股票的情况和车子完全一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些抢手的科技股常常可以卖到相当于它过去12个月每股收益30倍、40倍甚至50倍的价钱。部分高本益比的公司的确表现出色，但投资人如果持续购买高本益比的股票，长期下来可能赔钱的机率会高得多。格兰汉姆与杜德观察后发现，高本益比的股票通常在多头市场出现，但风险也随之增加：

这是千真万确的事实——越是过去表现良好、成长潜力及稳定性都极为看好的公司，在计算每股收益时越应该有较大的空间，但我们还是认为本益比超过20（也就是真正"赚钱的基础"只占股价5%）的股票就超出投资的范围了。

过低的本益比

当股价以远低于同业的本益比出售时，投资人一定想知道原因；虽然在分析这家公司的时候应该预存戒心，但低本益比不见得代表高风险。低本益比的股票也是可以选择的，例如，商业周期低谷时的景气循环股。景气循环股——汽车制造商是最知名的例子，它经常周期性地出现跳楼大拍卖式的本益比；其他不讨人喜欢的股票，本益比也往往下挫至令人惊讶的低点。科可瑞恩与艾科卡恶意接管克莱斯勒公司时，该公司的本益比就滑落到4，即使是每股55美元购并价格的当天，股价上涨至48.75美元，但是本益比还是不到6。

收益、业绩以及未来成长力

价值投资人的目标就在找出有坚实的财务基础、且又比竞争者及总体经济增长还快的公司（以销售额和收益为准）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在所有条件都相等的状况下，股价增长率的速度应该和销售增长率差不多，一家在同业市场占有率名列前茅的公司，投资人也许可以预期有5%～7%的销售增长率；在整个投资组合当中，最好让平均年销售增长率维持在10%以上。

然而，企业收益不见得年年上升。几乎每个产业都会有商业周期，而每一家公司也都会面临暂时的困境与低潮。倒是当企业的销售额与收益反复无常，而经理人却无只字片语解释，或当销售额与业绩缓慢下降，而该公司却没有采取行动时，投资人就应该当心了。

探索趋势

前曾述及，格兰汉姆告诫投资人不要单从企业某一年度的表现来作判断，一定要拿长期的平均收益来加以比较：

私人企业和公开上市公司最大的不同就在这里。私人企业可能在好年头轻松赚上坏年头2倍的钱，但其所有人绝对不会动脑筋粉饰资本投资的价值。

同样地，投资人应该用过去10年平均股价与平均收益计算出本益比，从而评估企业获利的趋势。趋势的方向是最重要的：如果这家公司最近几年的本益比明显高于过去10年的平均本益比，则这支股票的投资价值可能远超过长期平均数；如果近几年的本益比出现下滑情形，该股的潜力可能就不如长期本益比所显示的了。大部分的趋势分析都可以用这种方式来进行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益趋势

各年度本益比

公司	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	七年平均	趋势
A	1	2	3	4	5	6	7	4	极佳
B	7	7	7	7	7	7	7	7	中等
C	13	12	11	10	9	8	7	10	差

资料来源:《有价证券分析》,512 页。

预测未来

即使逐年增长的企业收益趋势提供了很好的买进信号,格兰汉姆与杜德还是对预测有所保留:

过去趋势所显示的是一个事实,而“未来趋势”则是一个假设,再怎么样仔细地预测,过去也只能作为未来的“粗略指数”。

这些 50 年前格兰汉姆说过的话,巴菲特至今仍奉行不渝。“我并没有使用什么预测的方法,预测创造了一个看似精确的假象。数字越精确,你就越应该当心。我们很少看预测数字,但却非常看重企业过去的轨迹。如果一家公司的过去不堪回首,而未来却一片光明,我们会放弃这家公司。”巴菲特解释。

巴菲特的合伙人孟格也认为,预测的坏处比好处多:“这些数字是由一些对于特定结果有兴趣的人,以其潜意识的偏见计算出来的,这些看似精确的数字容易使人混淆。这让我想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起马克·吐温的一句话:‘矿坑是说谎者所拥有的地洞。’在美国,财务预测通常都是谎言,虽然不是蓄意欺骗的那种,但却是最糟的一种,因为预测的人往往对自己深信不疑。”

收益增长

在很理性的状况下，总是得对企业未来增长的状况有些看法，否则怎么从千万支股票当中选择其一？形成看法的时候，最好用定量的数字辅以定性的因素，比如说，经理人采取什么样的方法会对企业的收益带来正面影响。

就如同林奇所说:“企业有5种办法可以增加收益:降低成本、提高价格、扩展新市场、在旧市场卖更多的产品、或者浴火重生地关掉某些不赚钱的事业部。”当管理阶层进行某些推动增长的活动时,企业收益可能暂时没有进展,但往往随后会有突飞猛进的表现。

格兰汉姆在《金钱》(*Money*)杂志的一篇文章中指出,他看见“高增长率与高资本报酬率当中隐藏的弱点,而且两者通常是相互伴随的”。所以,为什么要注意企业的获利状况好不好?因为高度获利的状况下，通常会吸引一大堆良莠不齐的竞争者,往好的方面想,这样的高获利同时也会引来许多跃跃欲试的新投资人,股价也会一飞冲天。

增长型股票

要勾勒出价值投资人与成长型投资人的差别，往往是徒劳无功的,有些投资顾问错误地宣称:价值投资人不买增长型股票。事实上,价值投资人当然买增长型股票!否则他们又怎么达到这么高的投资报酬率？这样的争论完全是语意的问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题。价值投资人只在确定哪家公司是成长型公司之后，才买进这些增长型的股票。那么，什么才是增长型的股票？当这个名词带有投机冒险意味时，价值投资人就会退场观望了。真正的价值投资标的是有相当增长潜力、但下跌风险很小的股票。

风险较高的所谓增长型股票通常是年轻公司的股票，有些公司获利不多，甚至没有进展。这些公司通常置身于只有少数竞争者的新兴产业，但随着时间的流逝，竞争者会越来越少，而竞争难度也越来越高，就像福特汽车对贝卡、惠普对凯博、好市多对许多新兴的仓储式商店一样。

根据格兰汉姆的说法，一支增长型的股票应该在10年内增值2倍——也就是以每年7.1%的复利速度增值。要达到这个目标，成长型公司的营业额一定要比公司前期的增加速度还要快才成：

在这些“成长型公司”的股价还在合理范围时，可以慧眼独具地挑出这些股票的投资人，一定可以在资本累积上创造出卓越绩效。

增长的策略

未来几个章节都会谈怎样寻求投资组合的最大增长，在这里我们只是略微提起，投资人不但可以、也应该花时间与心力建立一个超级的增长型投资组合。

虽然选择与维持这些投资组合需要相当心力，但只要坚守价值投资的戒律，一定可以达到高绩效的投资组合。任何看似高风险的股票一定要仔细研读，并在股价中得以表现；到最后，正如格兰汉姆与杜德所说，就成了勇于冒险、意志坚强者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

玩的游戏。

没有获利就无从衡量

格兰汉姆对于“当红”或快速增长的股票特别存疑，因为这些公司的承诺建立在对未来步步高升的预测之上，但没有足够的历史资料证明这些公司可以持续步步高升。

他告诫投资成长型股票的人注意两件事：

- 确定可以持续增长；
- 确定没有以过高的价钱购买未来的增长潜力。

许多高科技、生化或新兴科技公司以近似风险资本(venture capital)的方式运作。风险资本家尤其需要这些公司提供高报酬率的保证，因为风险极高且企业获利又往往姗姗来迟，或者可能永远也扳不回老本。风险投资者是以科技和运用科技的人才做赌注；风险投资做得好的人，通常是那些对某一个产业有深入了解的人。

林奇警告投资人，要特别留心公司成立初期的“等待获利”。虽然林奇自己对某些首次上市公司特别在行（他自己就是联邦快递的原始投资人之一），仍不免如此表示：“我会说这些公司当中每 4 个中就有 3 个的长期表现令人失望。”

结　语

格兰汉姆在晚年花了许多时间，想找出一个选股的简单标准；他把焦点放在企业收益上。“我的研究结果显示，单纯以收益为标准是效果最好的。”他曾经这样告诉记者。不过他所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谓的研究，并没有经过仔细的验证；倒是他选择价值投资股票的多重标准，现在仍具有相当的可信度。

怎样的股票才具有投资的价值？

- 财务报表中规中矩，而且流动现金头寸充足；
- 获利状况稳定，足以应付未来10年企业的变动起伏；
- 企业收益与股票市价的比率令人满意。

投资人对这些规则越熟悉，就越容易自发地遵循这些规则，或至少看起来如此。

巴菲特和他的伙伴孟格坦言，他们不会花许多心力使用繁复的公式或程序来计算股票是否真有潜力。有一次，有人要求柏克夏·哈撒韦公司提供关于一项购并案的员工文件，该公司解释：“我们不但没有文件，也没有员工。”

对于不像巴菲特和孟格这样天赋异禀的一般大众来说，构建一个投资组合计划、记录股价的变动状况仍是必需的，本书会在下两章提到这些办法。

同时，请不要忘记……

- 拥有最佳投资潜力的公司也是长期获利良好的公司。
- 企业收益应该呈上升趋势。
- 和同产业的公司相比，企业本益比应该越低越好。
- 本益比是内在价值基础上股价的上限。
- 收益以及其他估计数字，都应该尽可能采用保守估法，也就是要建立这些数字的安全边际。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4

经理人的角色

在法律上，企业完全是股东的财产，也是股东所创造的；经理人只是股东聘用、支领薪水的员工；而董事，不管如何精心挑选，也只是道义上的受托人，他们的法律义务就是全力代表企业所有人执行任务。

格兰汉姆与杜德

当格兰汉姆与杜德撰写这段话的时候，股东的所有权几乎只是一个单纯的法律概念。股东被视为资本的贷方；而许多公开上市公司的经理则被视为公司的所有人，除非是拥有相当股份的大股东，经理人对他们的态度都是直截了当的："如果你不喜欢我们管理公司的方式，你可以用脚来投票，卖掉你的股份，然后掉头离开。"格兰汉姆与杜德也一针见血地指出了股东与企业经理人之间的矛盾：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私人企业只任用其相信的人，但不会让这些人自己调整他们的薪水，或者让他们决定应该在这家公司配置多少资本。

格兰汉姆相信，这种既存的冲突源自于公开上市公司的结构——在这种结构下，公司的所有人（股东）会把权力放在管理公司的人身上，尤其是执行总裁(CEO)。

CEO 力挽狂澜

世界上只有少数的职位拥有绝对的权力，大企业的 CEO 就是其中之一。CEO 是在战场中自我督促而身经百战、获得光荣胜利的人，他是经过内部团体提名，以一点都不民主的方式当选的。CEO 通常由董事会任命，但如果这位 CEO 已经在职多年，董事会里就会都是 CEO 亲手挑选的人马，最后沦为执行 CEO 个人意志的橡皮图章。

尽管如此，毋庸置疑，由 CEO 领军的管理团队才是企业成败的关键。但这些角色应该如何扮演、如何奖惩、如何评估，仍然是许多企业周围小投资人反复思考的难题。

1988 年首都/美国国家广播公司在凤凰城召开的年度大会中，巴菲特穿着一件救世军的制服，吹着锡制的号角，恭维该公司的主席汤马斯·墨菲："墨菲真是一个好朋友！"巴菲特如是赞道。由于事隔久远，所以当 1995 年首都/美国国家广播公司卖给华特·迪斯尼公司，致使柏克夏·哈撒韦公司在 10 年净赚 600% 的时候，并没有引发内线交易的联想。巴菲特欣赏墨菲的工作表现自然不在话下，但作为一个价值投资人，所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看重的可不仅是故事的表象而已。

价值投资人从企业本身——也就是基本面出发，然后把经理人对公司的影响当成另一个考虑因素。企业就像是一部车，而经理人则是司机；但不管驾驶人技术多好，当其开着低动力的本田车通过撒哈拉沙漠时，再高明的驾驶技术也无济于事。

选择顶尖的企业

“如果非得在绝佳的管理团队和绝佳的企业之间作选择，则绝佳的企业会是第一选择。”巴菲特如是说。

虽然格兰汉姆说，即使是管理得一塌糊涂的企业，还是有其潜在的价值；但巴菲特并不会买这类公司的股票，除非他对管理阶层特别信任。他并非从事企业管理事业，但从不吝惜时间来协助经理人解决管理难题（第9章将有专文讨论困境中的企业）。

“如果一段时间之后，这家公司还是不能从泥淖中站起来，我们再也不会对它产生兴趣了。”巴菲特说。

光荣的封建体系

巴菲特心中的理想企业是什么样的呢？他喜欢“绝佳的城堡，外面有既深又险的护城河，而城里则有诚实正派的领导人。”有趣的是，“诚实正派”这样的字眼在巴菲特定义中分量十足，因此处于句子里最后的压轴部分。“能力”的重要性又在哪里？除非城堡主人真能诚实正派地对待他不同的子民（包括投资人），否则能力是不怎么重要的。

要判定领导者是否操守无瑕，属于定性或价值判断的问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题，这不是多数投资人有能力做到的。绝大多数的投资人甚至没有机会直接或间接地接触CEO；即使真有一面之缘，他们也往往会被这些CEO的人格魅力所迷惑。

挤取金牛的乳汁

经常可见的现象是，股东并没有因为日渐增加的企业收益而受益，因为企业经理人已经先把这些利润拨到了自己的口袋里。身为股东，就像是生活在民主社会一样，得不断保持警觉；投资人有义务不断追踪新闻、检查各种传言、随时收集关于他们所投资的公司及其经营者的各种资料。

"比起股东的权益来说，企业经理人通常更重视他们的津贴（一旦公司被接管，仍能让他们全身而退）、黄金降落伞条款（golden parachute）、奖金以及近乎天价的薪水。"布兰迪投资伙伴公司董事布兰迪说。

许多财务金融报纸杂志登过许多关于CEO身价不凡的故事，图文并茂地比较这些CEO的酬劳与这些公司的绩效表现。股东应该查阅企业文献——代理委任书（proxy statement），特别是关于经理人的待遇数字；同时也应该注意一些特别为经理人设计的贷款，或是那些看似特别突兀的优惠措施。

高级经理人的薪水是一个难解的议题。许多高级经理人认为他们所经营的公司规模越大，他们的薪水就应该越多；这也激发了许多原本不会发生的企业购并与接管案件。另外有一些主管则认为，他们的薪水应该根据他们为股东所实现的投资报酬率来调整；投资报酬率越高，他们的薪水也应该越多。正确的答案应该是两者皆是，上述两种因素都应该作为薪水的评定标准。当然，以单一年度的表现来发放奖金并不是正确的做法；能力强的会计师可以随时调整出表现突出的一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计年度。相反的，CEO 的酬劳应该像企业收益、股息以及其他计量因素一样，用过去 5 年的平均表现来决定。经理人不应该获取奖金，除非他们所管理的整个公司在该产业中表现得出类拔萃，在每股收益、股权报酬率（return on equity）、边际利润等指标上的确高人一等。如果不是这样，这些高级经理人就是尸位素餐，表现平平却获得过高的薪水。

把自己当成股东的管理人

巴菲特与他的合伙人孟格，秉持“与所有人相关的企业经营理念”经营柏克夏·哈撒韦公司，同时也在寻找以类似方式经营的公司。虽然柏克夏·哈撒韦是以公司形式成立的，但他们的第一个信条是：“我们以合伙人的态度工作”。这也可以从巴菲特和孟格两人的财产与柏克夏·哈撒韦公司紧密相关中明显看出，“我们吃自己煮的东西。”他们如此告诉股东。

布兰迪欣赏的公司经理人，不只是把自己当成管理者，最好还要像巴菲特与孟格一样持有公司相当的股份。“如果一家公司的总裁拥有 20% 或更多的股份，那他和我们所想要的东西都是同样的——增加股票的价值。仅仅以高薪任职的经理人，不会是与股东同在一艘船上的人。”

拥有相当股份、同时也是董事会成员中的大股东，则握有经理人的生杀大权。像通用动力、杜邦、家乐氏、时代明镜公司等都有这类占绝对优势的股东。经理人面对这种无形的“股东”概念是一点也不会混淆的。

定性因素

评估一家公司的管理能力时还有其他应该注意的定性因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素。例如公司的市场占有率(市场领导者通常对于排名第四或之后的厂商极有兴趣)、产品或生产效率等。一般来说,投资人看重的是产品开发能力，而这同时也是成熟厂商的最佳成长方式；新产品有时能让一家老公司的股票像新公司或小型企业一样表现突出。

另外有些投资人则希望企业能做适度的多角化经营(diversification)。多角化经营表面上看来言之成理，但如果该公司所从事的正是有史以来最有赚头的产业，又何须多角化经营其他比较不赚钱的产业?这样做对于企业又有什么好处?

想想可口可乐。从企图多角化引进新产品开始,这家公司的成长就逐渐减慢,新配方的可口可乐虽然尽人皆知,但却是一个难堪的错误，直到这家公司回头集中力量生产原有的可口可乐产品,并开发新市场,公司的成长率才开始回升。

即使采用了非传统的方式，获利能力仍是衡量经理人优劣的最终指标。格兰汉姆与杜德指出，如果管理者发挥实力，最后一定会反映在企业的财务报表上。

长期而且超人一等的数据是卓越管理能力的铁证，这些又把我们推回到定量数字上。

拿出证据

“站在价值投资的立场，投资人要付出的应该是他所亲眼见到的,而不是他所期望看到的。”布兰迪提醒。有一些方法可以从资产负债表与损益表上来衡量管理阶层的表现，最常见的 3 种方法是:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 企业成长率。检验销售业绩与获利趋势。
- 税前边际利润。是否控制成本?
- 投资资本的收益状况(earnings on ivestment capital)。衡量管理能力最重要的标准，就是较高的投资资本报酬率。不管企业规模是大是小、是制造业或服务业、是私人企业或公开上市公司，这都是基本的要素。股东都是要赚钱的：

$$资本投资报酬率 = \frac{净收入 + 利息费用}{总资本额}$$

一般企业的资本投资报酬率大约是 12% ~13%，分析师则表示，如果企业的税后资本投资报酬率在 12% ~25% 之间，那就是卓越的表现。

管理与股价的关系

企业经理人经常抱怨被上下震荡的公司股价搞得一头雾水，觉得自己根本没有办法控制股价，事实上以单日的股价涨跌来说，这样的抱怨并非言过其实。就短期来看，市场也的确有它自己波动的频率，但最后市场总是会认定优秀经理人的工作表现，以推升股价上扬来奖励经理人的辛苦成果，即使有时可能要痛苦地等待很长一段时间。

格兰汉姆指出，经理人的能力是反映在“平均”市场价格与长期股价的趋势上：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

---

好的经营管理产生好的平均市场价格，而坏的经营管理则产生坏的平均市场价格。

尤有甚者，经理人有责任关心股价的表现：

对于股东来说，是否能在股票上获得合理的报酬，这和股息、企业获利、资产的保全与增加一样重要。经理人的责任就在于执行股东的权益，包括有义务预防——在经理人能力范围内——股价飙涨至不合理的天价，或下挫至极端离谱的低价。

亲身出马拜访公司

布兰迪建议投资人检视企业的经济价值相对于市场价格的关系，如果觉得满意，再把经理人纳入评估对象；若是对实际事物有疑问，可以打电话给执行总裁或财务总监；行不通的话，可以联络企业的投资关系部门。“这些人大多数都像梅泰德电器的修理工人一样寂寞，”布兰迪说，“他们乐于畅所欲言。”

对于某些投资人来说，拜访公司却是半点怠慢不得的。巴菲特回忆1950年，当他在格兰汉姆-纽曼公司工作时，惟一抱怨的就是格兰汉姆不希望他去拜访上市公司或与经理人座谈。巴菲特认为，如果可以和公司的CEO本人碰面、参观一两座厂房，通常可以获得大略的印象。林奇也是从对上市公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拜访中，开始他在富达投资公司的职业生涯的。

究竟要不要披挂上阵拜访公司，其实是个人风格的问题。有些人认为，拜访公司的时候，可能会被口吐莲花的企业主管所迷惑，从而判断错误，格兰汉姆就是这么认为。毕竟没有业务员的几下子，是不可能挤得上企业的高层主管位置的。另一方面，善于观察的投资人，也可能从公司之旅中，获得对该公司的大略印象。

小额投资人想要与企业总裁晤谈，可能会不得其门而入；但他们可以参加股东大会，通过股东大会的方式，可以更了解这家企业的经营状况。

剖析股东大会

WD-40，一家产品销路甚广的全效润滑剂制造商，几年来都在工厂大厅举行股东大会。桌子和椅子就放在一个个装满WD-40滑润剂大槽中间的厚水泥板上，这透露着："我们是一家简朴、保守的公司，我们的股东大会也是一样。"

WD-40最近把股东大会的场地移到了饭店，但仍然保持一贯的清爽、直率的风格。董事会的成员排坐在会场讲台最前端，回答任何股东提出的问题，听众中没有预先安插的人，询问所谓该问的问题；也没有用书面搜集问题的方式，来回避令人尴尬的话题。WD-40虽然经历过质疑与挑战，但也建立了尊敬股东、回馈股东的良好形象。

有些股东大会只是敷衍了事，会议时间刚好只够提出选举董事会成员的动议、通过稽核人选，并通过经理人提出的议案。安排这种股东会的管理阶层，通常并没有费心与股东沟通，或者听取股东的意见。

另外有些公司则安排乐队伴奏及声光俱佳的表演，目的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在于让股东印象深刻，也让另一些有心闹场或不高兴的股东哑口无言。可想而知，股东被逼急了之后，股东大会就免不了会有走样的演出。在企业历史上，对经理人而言是难堪的股东大会，恐怕非1989年阿拉斯加埃索石油探钻公司莫属。股东中的积极分子公开表现他们的不满，就在全国电视实况转播中，对怒容满面、百口莫辩的经理人，当场要求作出解释。

另一个类似的场面，则是已经消失的圣地亚哥储贷公司的股东大会。麦克风在听众当中传来传去，总裁则在前面回答问题。其中一个股东拿到了麦克风，对全场观众说明他对于该公司财务状况与未来计划的看法，然后这位股东和其他人开始大声抱怨，同时对董事会提出要求；20分钟之后，公司员工才把麦克风抢回手中，控制会场，结束这场大混乱。这些没有礼貌的股东提出了一些一针见血的问题，没有几年，这个储贷机构的大帝国就落入信托评议组织（Resolution Trust Corporation）——该产业的管理者手中。

上述的股东大会当然是特例。大多数时间，股东大会都是以像登船一样的方式进行。虽然股东通常会被要求签名进入会场，但许多公司还是同意让非股东的访客参加，这是与公司领导人面对面，审视他们对未来的展望、态度与能力的机会。

股东的权力

价值投资人认为股东是企业的所有人，有时他们会发现自己与企业经理人处于对立的状态，就像格兰汉姆一样。卡恩兄弟公司——创办人与格兰汉姆直接相关的一家公司，就以其股东与经理人的诉讼驰名。“大部分的股东就像羔羊一样，不愿意站出来行动，我们因此被迫站出来保护自己与我们的客户。”艾伦·坎恩解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格兰汉姆并不是好讼成性的人，但却鼓励股东行使他们的权力,虽然他知道股东其实很少这样做。格兰汉姆与杜德形容美国典型的股东，是“囚禁中最驯服、无动于衷的动物”，并且主张：

股东如能被教育,懂得并愿意行使他们的权力,则对大家都是再好不过了。

股东之所以没有太多意见，主要是因为三个普遍而错误的假设。股东普遍认为：

- 企业经理人比股东还了解公司。
- 企业经理人没有责任、也没有兴趣关心股价的表现。
- 股东如果对经理人不满意,大可卖掉股票一走了之。

格兰汉姆表示,第一个假设只对了一半。经理人是了解公司,但不代表他会采取对股东最有利的策略。如果企业收益主要用来增加管理层自己的薪水、摆阔、做一些自我中心的购并活动，或只为了保住自己在管理层的职位，就大大不妙了。近年来华尔街的股东活动已经比格兰汉姆时代多出许多：股东对企业诉讼的浪潮起于 80 年代，在 90 年代急剧增加，因此刺激美国国会在 1995 年立法保护企业免受其所有人——股东的伤害。

第二个错误的假设——管理与股价没有关系——这已在前面讨论过。当管理阶层持这样的态度时,投资人最好尽量避免投资这样的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三个假设——不高兴的股东可以卖掉股票——正是这样的心态,才让自以为是的管理阶层紧紧抓住公司的职务。许许多多的股东,为了企业体制、宗教理由、社会组织以及以投资为出发点的原因,都正在拒绝这样的说法。

今天,绝大部分的股东都认识到,如果他们不喜欢企业的社会的、政治的、环境的、员工的或财务的表现,除了卖掉手中持股之外,他们还有其他的选择:与企业经理人会谈,股东在委托书上提建议,个人或集体诉讼等方式,都可以对企业产生影响。不过,企图影响管理层的决策或改变企业策略是旷日费时的事,同时也可能模糊投资人的主要目标——赚钱。从投资的角度来看,先行研究该公司的管理状况、找到自始至终都做对事的公司,再进场购买股票,这可能才是较好的做法。

结 语

格兰汉姆曾经告诉学生,当一家体制健全的好公司碰上糟糕的经理人时,会产生一些问题。第一是在该股票成为资产题材股之前,股价可能会下跌。如果董事尽忠职守,也许可能撤换高级经理人;如果没有,可能就得改变这家公司。这家公司可能会变成购并接管的目标,或最糟的情况是,这家公司可能会破产。

1940 年版的《有价证券分析》书中,对于股东权力做了相当有力的论述。归根到底,格兰汉姆与杜德的想法是:企业的任务就是为股东赚钱,并且把钱分给股东——以增加配股配息、提升股价或其他提高资本报酬率的方法,例如配发现金等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时,请不要忘记……

- 必须在好的管理团队与好的企业之间做出选择的时候,应该选择体制健全的企业。
- 选择克勤克俭的经理人。高级经理人是不是在财务支出上斤斤计较，且对他们自己的薪水和福利也是如此?
- 经理人在该企业有较多持股的公司是较好的选择。
- 选择销售额、收益、股东权益报酬率增长的公司,这样的公司可以确定管理层的责任感。
- 保卫自己的股东权利;毕竟,你才是公司的所有人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5

建立投资组合

我们志不在模仿大师的作为，而在探求大师的思想。

华特·迪斯尼公司企业信条

1970年格兰汉姆修订其投资经典作品——《智慧投资人》，并且在书中感谢他昔时的得意门生、后来的好友巴菲特的鼎力帮助。但是当这两个人的合作关系愈来愈密切时，他们对于市场的看法也越显得大相径庭。格兰汉姆将投资者划分为“防御型”(defensive)与“创业型”(enterprising)两大类；巴菲特则认为是多此一举，在他看来，所有人都应该是创业型的投资人。虽然在付梓之前两人不断讨论、交换意见，巴菲特也为《智慧投资人》这本书撰写前言，并且提供部分附录资料，但他始终都没有成为该书的合著者。

一般而言，当投资顾问谈论如何为个别投资人建立投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合时，他们的建议通常分成“较少”与“较多”两种类别——投资金额较少、投资概念相对不足、时间比较不够的人，应该承担较少的风险；而投资金额较多、概念清楚、时间比较充裕的人，则有更多的机会扳平损失……。

智力能量的延续

格兰汉姆的防御型或创业型投资人之区分法，并未落入传统较少或较多的观念窠臼。在他的想法中，风险的高低并不在于投资人可以忍受损失的多寡，而在于投资人所能投入研究时间的长短：

> 一个古老且稳当的原则就是，没有能力承担风险的人，就只能预期相对较低的投资报酬率；这也发展出一个普遍的认知，投资人可以预期的报酬率多多少少应该与其所可以承担的风险相对应。我们的看法则不同：投资报酬率的高低应该取决于投资人所愿意而且能够投入关注这件事的心力多寡。

防御型投资人偏爱的是不怎么需要打理、极为安全的投资组合；而创业型投资人则可以主动监督、管理自己的账户。换言之，是投资管理的密集程度，而不是可以额外承担的风险，提高了投资报酬率。

虽然巴菲特坚信所有的投资人都应该注意当时金融市场的动态，但有些论点还是较支持格兰汉姆的二分法——有些投资人可以投入较多的时间与心力在投资组合上，他们理所当然可能有较高的投资报酬；另有一群人则是常为人忽视、把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生活重心放在工作或个人企业，而不在投资管理上，当他们采取防御型的投资策略时，也一样能够妥善管理好个人的投资组合。巴菲特本人也持有柏克夏·哈撒韦公司相当的股份，他同样需要每天花一些时间看盘。

有些投资人被误导，误认为所有采取价值投资法的投资组合，都是行动迟缓、缺乏活力的老弱残兵。

增长型基金之谜

1995 年夏天，一位基金公司的年轻主管与一位财经记者讨论投资管理的问题，后者提到了价值投资法中涉及投资组合的一项理论，“没错，”这位经理人回答，“你知道我们是增长型的共同基金，和价值投资法相比，我们可是积极多了！”几分钟以前，这位主管很骄傲地指出，扣除费用之后，有些增长型基金的平均年投资报酬率可以达到 15% ~18% 。

较之其他表现不及道·琼斯工业指数的基金来说，这样的绩效当然是相当不错的；但如果和保守型价值投资者的长期投资(至少 10 年)绩效相比——大约在 17% ~27% 之间，这样的绩效则远远不及。研究显示，根据格兰汉姆法则投资低本益比股票(理想的本益比是 6，不过并不多见)，在不同市场可以有 16.8% 到 37% 的投资报酬率。增长型股票有时涨势会较为凌厉，但除非将企业的成长转换成实质的股价，否则这样对投资人又有什么好处呢?

有些投资理财作家怀疑价值投资法的实行者放弃了原则，特别是当这些投资人的做法似乎比一般做法更为“保守”时。看来这些作家是混淆了“保守”与“遵循传统”的区别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保守人做保守的事

巴菲特35岁那年，当他还在经营巴菲特有限合伙公司时曾经指出，他对于保守型投资的定义深感沮丧。他的牢骚显然是在说巴菲特有限合伙公司比大多数的共同基金保守。“毋庸置疑地，这些投资公司操作资金的方式比我们传统，”巴菲如是写道，“对大多数人来说，因循旧规和保守主义是很难区分的。”

这是不对的，巴菲特指出，“真正的保守行为出自于有智慧的假设、真正的事实，以及合理的判断；这些因素也许会产生传统的行为，但很多时候也会有非正统的结果产生。”

寻找个人发掘的尚未受投资大众注意到的、被低估的价值股，这在某些人看来可能既传统又保守，但结果却往往有天壤之别。本章会讨论几种适合防御型投资人与创业型投资人的方式，但首先我们得先看看建立投资组合的要领。

目标

有多少投资人，大概就会产生多少投资目标。格兰汉姆的学说可以运用在任何投资目标上：希望可以尽量延缓交税的人，可以买进股票然后持有一段较长的时间；需要现时收入的人，可以从许多放股息的股票中作选择，有些甚至也有很不错的股价增长率；避免选择特定产业的投资人——例如烟草、酒类、军火或堕胎药制造商，则可轻易运用价值投资法则达到目标，他们可以找出很多不管道德标准或财务标准但能达到投资目标的证券。这些投资法则只是通则，运用之妙全然存乎一心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

适当的投资报酬率

格兰汉姆告诉投资人，应该对于投资活动持正确的态度——不只是在买卖操作上，也在于对报酬率的正确期待上。对于投资组合过多或过少的期待，都会对投资人有所误导。

贪婪固然会导致错误的决定，但令人费解的是，也有许许多多的人追求平庸。成千上万的投资人买下指数基金（index funds），在市场下滑时同步损失，而市场上扬时的所得则又不超过大盘涨幅的获利。同样令人不解的是，这些基金经理人通常以道·琼斯工业平均指数作为绩效良好与否的评断标准。

花费心力钻研投资法则的人，也许不愿意只满足于和道·琼斯工业指数相同的绩效表现。这个指数偶尔会有手气不顺的时候——1973 年指数下跌 13.12%，1974 年又下挫 23.14%；但有些时候跟着道·琼斯工业平均指数走也是一件幸运的事：1975 年道·琼斯工业指数就上涨 44.4%。

通常，道·琼斯工业平均指数的表现就恰如其名——“平均”而已。举例来说，1978 年到 1982 年的四年期间，道·琼斯工业指数一共上扬 28.6%，平均每年涨幅 7.15%，长期来说，股票的平均涨幅是每年 9% ~ 10%（幸运的是，股票市场的长期走势是趋高的）。

要达到和道·琼斯工业指数相当的绩效表现并不困难——只要以等值金额购买组成道·琼斯工业指数的 30 种股票即可。有一个简单的方法可以提高这些道·琼斯股票的投资报酬率，那便是动用价值投资法则，投资这些组成道·琼斯工业指数的股票——买进价值被低估的，卖出价值被高估的，同时在现金或债券保留相当金额的资金，以便利率上扬或股市向下修正时作为缓冲之用。麦可·欧亥金斯在《超越道·琼斯指数》(*Beating the Dow*)一书中说明了类似的投资方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合理的投资报酬率究竟是多少？在投资组合管理上，用心的客户应该可以获得每年12%～15%的复合投资报酬率，这样的投资报酬率在历史上是有迹可考的。

“不管投资金额大小，如果在进场投资股票时，只期待每年12%的投资报酬率，而不是每周50%，应该会有较好的长期表现，”查尔斯·道在本世纪初如是说，“每个人都知道这样的观念和经营个人的生意应该是一样的，但谨慎而认真地经营杂货店、工厂或是房屋中介公司的人，却总认为投资股票和做事业应该是两码事。这真是太离谱了。”

巴菲特甚至也认为，理想的资产投资报酬率应该是每年15%，超过这个数字就是锦上添花，就像是蛋糕上的雕花奶油。巴菲特的蛋糕上有许许多多的雕花奶油，因为他在工作上花了很多心力。即使在累积多年成功的经验之后，对于他所购买的股票，巴菲特仍致力追求相当的投资安全边际。

分散风险

分散风险是格兰汉姆构建“安全边际”的三大基石之一。他把分散比喻为赌轮盘的算术。如果猜对正确数字的奖金很低，赌的人押越多的数字就可能输越多的钱；但如果猜对数字的奖金很高，押注的数字越多，当然奖金也越高。从另外一个角度来说，潜在获利越高，分散所得到的好处也越大。

有办法每一次都选中赢家的投资人，是不需要分散风险的。但大多数的投资人没有这样攻无不克的本事，那么分散至少可以带来下列的好处：

- 从总投资报酬率的角度来说，分散可以摊平市场下跌的损失。所有股票不会同时下挫、同时上扬。投资人合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作协会把这个称为“五定律”(Rule of Five):“购买 5 档股票之中,有一档会陷入未曾预期的困境,3 档会达成预定目标,还有一档会有突出表现。”

- 当需要现金的时候,分散可以提供必要的缓冲;非得卖股票求现的时候,分散可以给投资人比较多的选择。就像格兰汉姆所说:

不管在什么时候,当被迫要卖出股票时,可以不必在乎当时股票的价格,这种真正的投资人是很少见的。

- 当利率走势出现变化或有其他影响股价的因素出现时,分散可以对投资组合提供一定程度的保护作用。每一个投资组合都应该包含利息收入,作为分散组合的一部分。
- 分散可以提高买进林奇所谓“十垒打”(ten-bagger)股票的机会,也就是表现突出而有效提高整体投资组合报酬率的股票。

格兰汉姆对分散的看法,可以区分为第一分散法则与第二分散法则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一分散法则

我的基本原则是，投资人应该至少把25%的资金放在现金或债券上，另外至少25%的资金放在股票上，其余50%则可以视当时股市与债券市场的状况，适当分配投资股票与债券的比率。

运用分散技巧的方法之一是想像一个算盘。算盘的左方，应该有1/4代表投资股票的珠子；另一边应该有1/4代表可以带来固定利息收益的债券或定期存款等投资；至于中间的珠子，则可视市场状况向左或向右移动。如果有许多超值的股票可供投资，大部分的珠子就会移到左边；如果好股票委实太少，而政府公债或定期存款可以提供相当高的利率，或者有其他保证收益的投资，那么，大部分的珠子可能会移到算盘的右边。

当不知道如何取舍的时候，应该优先选择股票。即使是最保守的投资人，也应该在投资组合中尽可能提高股票的比重。根据格兰汉姆的说法，这有两种理由：

- 当通货膨胀急剧上扬时，股票可以有最好的保值作用；
- 股票在历史上的投资报酬率，本来就优于其他任何形式的投资工具。

同时，最机敏的投资人也觉得，握有现金感觉较舒服。在1995年的股东大会中，巴菲特解释："现金是一种残余资产，如果我们喜欢其他的投资标的，我们就用现金去买。如果实在找不到值得买的东西，我们也绝对不会因为手中还握有现金，就强迫自己去买一些别的东西。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金、债券以及其他等价资产

格兰汉姆指出，债券、债券等价物与现金有下面几个功用：

- 保护作用；
- 作为预留价值的仓库；
- 作为可以提供较高投资报酬率的来源——虽然往往只是昙花一现。

投资政府公债、公司债以及其他支付利息的有价证券是一件相当复杂的工作。最近 20 年来出现的货币市场基金、债券基金以及其他以赚取固定利息收益为目的的证券，大大影响了债券工具的投资方式。这些工具当中，国库券（treasury securities）、定期存款是较简单易懂的，而公司债、地方政府公债(municipal bonds)则是另一回事。投资高风险的债券需要相当的金额，以便达成有效的风险分散，也许到头来投资人会发现，投资债券基金还是最简单、安全的方法。

在某些状况下，优先股(preferred stocks)可以取代债券，但基于税赋因素的考虑，优先股也许更适合机构投资人。第 9 章会有关于优先股的进一步解说。

固定收入期权

至于要投资债券或是债券的等价物，则要视投资人个人的目标而定。如果目标是：

- 资本安全性：最好的方法就是直接购买政府公债、由政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府背书的定期存款或是货币市场基金。在这些状况下，投资人总是可以拿回本金，而且有固定或变动利率的利息收入。

- 尽可能提高利率：在专业经理的操作下，债券基金通常会取得最高的利率。但如果外在环境有突发的状况，投资人也可能发现债券基金的净值（NAV）或是赎回价格低于原始每股投资的股票，至少在报表上，投资人是亏钱的。当市场状况回稳时，基金净值应该会回归正常，但债券基金并不保证投资人可以完全拿回本金与固定的利息收入。

第二分散法则

任何投资人的投资组合中都应该握有足够多种类的股票——或者，就如同格兰汉姆所说，“适当但不过分的分散”。1929 年股票大崩盘以及接下来的大萧条期间，格兰汉姆同时至少持有 75 档以上的股票。这么多的股票不是小数目，但格兰汉姆有他的理由：

我们操作的主要策略是一视同仁地购买“价格低于净流动资产”的普通股，稍后，特别是当股价获利率达到每年 20% 或更高时，再行卖出。在某些时候，我们的投资组合中通常有超过 100 档以上类似的超值股票；过去 35 年来，其中 90% 为这个投资组合赚取了令人满意的利润。

换句话说，格兰汉姆有能力挖掘许许多多价值被低估的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票。在不是很重视这些股票品质的状况下，他买许多不同种类的股票；而这个投资组合的安全性就通过分散投资于许多许多的低价股来达到。随着时间的推移，这类的低价股越来越少，逼得格兰汉姆不得不开始重视股票的品质。

时至今日，还是有一些公司——甚至是体制良好的公司，其股票价格会出现令人瞩目的超低价位。每个人的投资组合中，都应该有一个特别的位置留给这些所谓的“本杰明·格兰汉姆特价品”股票。

本杰明·格兰汉姆特价品

1930 年成立的欧克工业，是一家电子零组件制造公司，就在 80 年代初期，一夕之间成为耀眼的明星。由于有线电视产业的兴起，带动频道转换器与相关器材的需求大增，而这些零件制造商也因此沾了光。但欧克工业的命运却不如该公司总裁所称的那么神奇。

业绩步步高升的同时，该公司总裁开始在南加州斥资建造豪华的企业总部，同时将董事会移师巴黎举行，大肆挥霍。

不过，当科技类股出现回档整理情形时，欧克工业则惨不忍睹。1984 年该公司亏损达每股 5.84 美元，账面的有形资产也是赤字，达到每股 -3.62 元。1983 年该公司停止配息，这是自 1934 年以来的头一遭。这家在 80 年代初期股价达 2 位数的公司，到了 1991 年股价已是江河日下，成为每股 1 美元，有时甚至以不到 1 美元的价位成交。

公司营运局势大变之后，为了生存，欧克工业更换了好几位经理人、换回比较朴实的企业总部、也卖掉了一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事业部。1990 年该公司首度转亏为盈，1991 年该公司的账面有形资产回升为每股 1.02 美元，而收益则是每股 7 分。资产负债表与损益表都有明显起色，但股价仍然在每股 1 美元左右徘徊。

1993 年欧克工业宣布一项 5 股换 1 股的股权浓缩措施，企图改变该公司低价股的刻板印象。突然之间，市场开始注意这家公司的股票。1995 年之前，该公司的股价已达每股 29 美元，换算成股权结构调整前的价位，约是每股 5.8 美元。如果投资人在 1993 年以每股 1 美元价位购买欧克工业 100 股（即 100 美元），1995 年就等于持有 20 股的该公司股票，总值 580 美元——相当于每年 24% 的投资报酬率。

好消息还不仅如此。虽然欧克工业的股价在 1995 年 7 月略微下挫至每股 26.5 美元，但它被《巴龙》双周刊提名为符合巴菲特选股条件的企业。其应符合的条件包括：净收入占总销售额 15% 以上，以及每年股权报酬率达 20% 以上。基于上述这些财务要素，《巴龙》双周刊认为这家公司的合理股价可达每股 89.52 美元。如果果真如愿以偿，1991 年以 100 美元、每股 1 美元价格购买该公司股票的人，可以以 1,790.4 美元的获利卖出。

对于一般的保守性投资人来说，如果手边股票的品质够好，至少应该同时持有 5 档股票；如果对股票的品质不是很有把握，则最多可以持有 30 档的股票，超过这个数目，即使有电脑协助，都可能会因为数量过多，而不容易监控股票的表现。虽然电脑可以追踪股价的变化，提供一些简易资料以供研究，投资人还是得花心思去阅读并了解这些企业的营运情形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般来说，同时持有5档股票是最稳当的做法，因为每个人的投资组合中，都不应将超过20%的筹码集中在同一个产业；至于是否要持有多达30档的股票，则是可以变通的。不过，值得注意的是，限制投资组合当中标的物的数量，只是单纯为了方便簿记管理、容易追踪价格变动状况，而不见得是为了提高投资报酬率。从投资报酬的角度来看，并没有购买股票种类多寡的上限："只要能维持一贯严格的价值投资选股标准，投资报酬率并不会因为投资组合中标的物数量的增加而稀释。"布兰迪如是写道。

一家好公司

上述法则听起来言之有理，不过，如果仅限于纸上谈兵，也有人建议将其废除。巴菲特就曾经表示，如果是真正的好公司，他并不在乎只投资这么一家公司。不过"一支完美的股票"确实有如凤毛麟角，因此巴菲特主张投资人应该持有几档自己清楚了解、有能力管理并且有正当理由喜欢这些公司的股票。"每一个新的投资决策都应该以你已经拥有的股票为标准来衡量。比方我们每次要买进新股票的时候，就会以要不要买更多可口可乐的股票来作为评断标准。而你只应该在确定自己（在和目前手中持股相比）更喜欢这支新股票的前提下，进场买进。如果你已经握有太多股票，就不可能对每一支股票都一清二楚。这是最重要的投资启示之一，是投资人最容易遵循，也是最容易忽视的。"

国际级的股票

格兰汉姆生前仍在从事投资管理时，所发生最重大的变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动之一，就是开始投资国外金融市场。1973 年，也就是格兰汉姆去世那一年，全世界股市的总市值不过 1.1 兆美元，1994 年已经增长为 14.1 兆美元。同时期美国股市占全世界股市总市值的比率，也从 64% 下降为 33%。单单投资美国市场的投资人将会错失：

- 所有十大银行；
- 所有十大营建公司；
- 十大公用事业公司当中的 9 家公司；
- 十大机械公司当中的 8 家公司；
- 十大电子公司当中的 8 家公司；
- 十大汽车公司当中的 7 家公司；
- 十大化学公司当中的 7 家公司；
- 十大保险公司当中的 7 家公司。

现在，投资人为了提高获利率，并达到分散风险的目的，多会向外寻求投资国外市场的更宽广的机会。尤其近几年来，一些新兴而且小型的海外市场表现往往比美国市场突出，举例来说，大多数的东南亚国家过去 10 年的经济增长率都至少在 5% 以上，远超过美国，甚至较成熟的股市，例如德国、英国、香港、法国、意大利、瑞典、挪威、芬兰，其涨幅也经常高于美国。当在美国本土价廉物美的股票已经日渐稀少时，国外也许还有很多机会。

价值投资法是十分基本的方法，所以同样适用在国外市场。许多分析师相信，如果格兰汉姆仍然在世，他可能会逐一搜寻国外股市，以找出超跌的廉价品。这种说法不无道理，如今许多投资者认定一般海外投资的获利率大约在每年 10% ~ 20% 之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出门在外务必看紧荷包

另一方面，海外投资也有其相对的风险，这也是格兰汉姆再三告诫的。因为有几百家上市公司挂牌交易的证券交易所至少在 21 个以上，要取得这些国外上市公司的资料并不容易，有些财务报表甚至品质堪忧。投资人还必须考虑政治风险、汇率风险、通货膨胀风险，以及因单一公司的问题而蔓延整个股市所引起的轩然大波等。和美国相比，国外股市是比较容易大起大落的。

“远游”的最好方法

幸运的是，投资国外股市还是有一些可以降低风险并适度分散投资组合的方法。只要你采取如下的投资：

- 封闭型基金。封闭型基金有全球型、区域型以及单一国家等几种不同的投资范围。历史最悠久、绩效最突出的日本基金，就是典型的单一国家基金。因为封闭式在发行时流通股数已经固定，日后投资人买进、赎回就和股票没有两样，基金经理人也不容易因为资产的突然大量流失而影响基金的操作。这对开放型基金来说是一大威胁，特别是在政治或经济利空因素打击股市、投资人蒙受损失的时候。封闭式基金的市价和基金净值有时会折价达 20%，这样的折价空间也为投资人创造了一定的安全边际。当然，这些基金可能在交易价格或报酬率上出现大涨大跌的情形。
- 以美国存托凭证（American depository receipt, ADR）方式在美国证券交易所上市的外国公司。除了极少数特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

殊案例以外，大多数以美国存托凭证方式在美国证券交易所上市的外国公司，都必须符合证交所的财务报表规定。一般而言，美国证交所的上市规定往往比其他国家严格，换句话说，这也表示这些发行 ADR 的公司，其财务数字可以和其他美国上市公司相提并论。ADR 事实上是委任代理人或由金融机构为股东代理的股票，不但有证券交易所的报价、交易记录，同时也以美元配息。截至 1996 年，美国大约有 1,300 种左右的外国公司 ADR。投资人可以从一些国际型、区域型以及单一国家基金对 ADR 的持股比率，去找出真正有信誉的外国公司。

- 国外业务占有相当比率的美国公司。可口可乐、迪斯尼、IBM、标准石油公司都是有许多国外供应厂商、在海外制造机器设备并进行销售的公司。这些公司走向全球化已有多年历史，有处理多元文化的经验，知道如何进行货币避险，同时也有可考证的财务记录。巴菲特就表示，虽然他并没有买国外股票，但却从可口可乐和吉列公司获得参与国际投资的机会。

税赋优惠

税务考虑在投资决策中具有举足轻重的地位，虽然这个课题应该由专著讨论，但有一个基本的原则是不变的，散户投资人应该尽可能把钱放在有税赋优惠的户头中，例如个人的退休金账户或是公司的 401K 账户。这些账户通常是免税的，且该账户中的所得也可以免税，并可以复利增值，以加快累积资金的速度。

长久以来，美国共和党的目标之一是减少证券交易所得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税，在实现这个目标之前，持有股票一年以上的投资人，可以付较低的证券交易所得税。股票持有不到一年即获利了结的人，证券交易所得税的最高税率是39.6%；而持有超过一年的人，最高税率则为28%。

在这些基本的原则之外，遇到特殊的问题最好请教税务专家。同时，请记住两句箴言：

- 投资时预做税赋考虑的人，到头来一点也不需要担心税赋的问题。
- 有时纳税是一种特权，赚了钱的人才需要纳税。

单位平均成本法

单位平均成本法(dollar cost averaging)是最常建议投资新手采用的方法。虽然格兰汉姆并不特别着迷这种科学化购买股票的方法(毕竟，这也意味着投资人不会知道股票什么时候是物超所值)，但他相信，对典型投资人而言，这种方法有其可行之处。格兰汉姆指出，单位平均成本法可以给投资人一种纪律，让他们避免在错误时间进场——免受“市场先生”大起大落情绪的左右。

单位平均成本法〔又称为固定成本投资计划(constant dollar plan)〕，就是每隔固定的时间投资固定的金额，应用在股票上，也就是强迫投资人在股价低时买进较多股数、股价高时买入较少股数。以这种方法买进的股票，其成本一定会远低于该投资期间的平均股价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

配息再投资

对于散户投资人来说，另一种单位平均成本法的简易变通方式，就是参加公司的配息再投资计划（dividend re-investment plan, DRP）。

配息再投资计划指的是把公司的配息转入再投资。投资人在购买最低额度的公司股票之后，就可以通过该公司加入这项计划，有些公司会自行吸收证券交易费用，或者收取极低的交易手续费，至于所购买的股票价格，就是该公司为这个计划所购买股票的平均成本。当然，并不是所有的股票都会发放股息，而且也不是所有的公司都会为投资人提供这样的服务。

毋庸置疑，如果股票已经涨过头了，价值投资人就不应该使用单位成本投资法，或是配息再投资计划。这时投资人就应该决定究竟要等待配息而继续持有该股票，或是抛售持股买进其他证券。

耐　心

一般来说，投资人常常会在买进股票之初的两三个月内，每天查阅报纸上的报价。当股价下滑或是在当初买进的价格原地踏步不动，投资人都会觉得泄气。格兰汉姆认为，这是不必要的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

---

每一个投资人都应该在财务上与心理上为短期内可能有的损失预做准备。举例来说，1973~1974年间(美国)股市的空头时期，投资人在账面上是有损失，但如果他坚持下去，1975~1976年市场就开始反弹，5年下来，其平均报酬率甚至可以达15%。

圣地亚哥的尼可拉斯·艾普利凯投资公司的投资策略，就是选定超跌的股票，然后以高持股的方式投资；因为基金经理人相信要掌握超跌股票上涨的时机并不容易，这类股票一旦上涨，可能在很短时间内就走完上升波段。就像格兰汉姆不断对投资人一再强调的——没有人能够精确预测单一股票或市场的最低点/最高点。艾普利凯公司的经理人认为，掌握最大股票涨幅的方法，就是买进真正有潜力的个股，然后耐心等待开花结果。

何时卖出

许多价值投资人进场时，都抱定应该尽可能长期持有的信念。如果一家公司持续增长，为什么要买进卖出、付出证券交易税与手续费的冤枉钱，而降低投资报酬率？就像本书前面所说，一些盖科公司的原始投资人到现在仍然持有股票，或让这些股票父传子、子传孙地继承下去。1993年格兰汉姆的孙子就为了筹措医学院的学费，卖掉他继承自祖父的盖科公司股票——格兰汉姆买进的那一年是1948年。

“我觉得最理想的持有期间，是永远都不要卖。”巴菲特表示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而价值投资人也并非一成不变。巴菲特表示，有时他会卖掉股票去买另一档他更喜欢的股票。格兰汉姆自己就经常在下列状况下卖股票：

- 增值达 50% 以上者；
- 已经达到目标股价者。

格兰汉姆指出，任何新的股票都应该有潜力使投资组合的绩效更上一层楼：

从套利（arbitrary）的角度来看，或许换股操作至少有 50% 的机会可以赚更多的钱。

为求更好的绩效修剪枝叶

曾在格兰汉姆旗下的基金经理人史洛斯观察指出："买进一支稳当的股票，也就等于卖掉一半了！"史洛斯的意思是说，在评估它的净资产价值、本益比以及其他各种因素时，这支股票应该有什么样的价格，投资人心里早就有谱了，除非该股票的基本面有足以服人的变化，否则当股票上涨到目标价位时，也就可以获利了结了。

一档股票从超贬到超涨可能要花费 3～5 年的时间，有时当该股票没有办法达到目标价格，而且迹象明显时（例如基本面出现重大变化），就应该毫不犹豫地立即脱手。

当公司的强劲增长持续多年时，持有其股票应该比一般股票时间更久，这是因为这些公司的内在价值，或者是对股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的未来价值,早在市场价格之前就不断上扬。这类的股票也是投资组合中固定不变的部分。

查尔斯·道也倡导一个类似的策略:“尽可能出清你的损失,让获利持续下去。”不幸的是,大部分的投资人却往往反其道而行之。

结 语

投资人之所以亏损，往往是因为太快从一种投资标的转战他方。他们持续买进热门名牌或是在高点买进,然后又在名牌不再流行、价格开始下跌之后卖出。破除这种自毁性投资形态的方法就是,清楚勾勒出投资组合应有的样子,然后坚守这个原则。

这样的投资组合也就是以较好的价格买进优质的股票。品质是获利力的要素，持之以恒则是获得高投资报酬率的关键所在。“持有相当头寸的霍伯钻石,一定比持有100%头寸的人造钻石划算。”巴菲特如是说。

同时,请不要忘记……

- 建立合理的目标，最好的年投资报酬率是12%~15%。
- 无论什么时候，请将资产中至少25%的比率投资在债券或是债券等价物上。
- 无论什么时候，请将资产中至少25%的比率放在股票上。
- 在没有充分的理由下,请不要卖股票。
- 一定要有耐心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6

选股策略

如果你正考虑买股票，请记住你是到杂货店去买东西，而不是去挑香水。

本杰明·格兰汉姆 1952 年对《女性》(*Mademoiselle*)杂志读者的建议

格兰汉姆对年轻女士的忠告堪称一绝。在两性同样会上杂货店买日用品、香水以及投资股票的现代，格兰汉姆的忠告另有一番新意，他的意思再清楚不过——投资人往往被某支股票的“香味”所吸引：比方印刷精美的企业刊物，或者经常成为鸡尾酒会与电视节目的话题。这种股票有其迷人之处，投资人往往也就这样糊里糊涂拜倒在其石榴裙下。格兰汉姆提醒投资人，最好把一时冲动与流行时尚专家抛诸脑后，而去检视真正的事实，并运用一些简单但具逻辑性的分析来挑选真正值得投资的标的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综合整理

在打电话给交易员准备下单之前，也正是需把该公司的安全性、成长潜力以及个人投资需求进行综合判断的时候。虽然每个人的投资目标也许不同，但是有一个目标却是举世皆然的——没有人希望或需要一档表现不好的股票。价值投资人在选股的时候应该：

- 把焦点放在投资目标上；
- 使用资产负债表与损益表获知内在价值的大致范围；
- 寻求安全边际；
- 评估定性因素。

浏览回顾

上文的前两个重点曾经在先前的章节中讨论过，我们还是老调重弹一下：

- 以总投资报酬率为着眼点。投资人可以从股价增长、配股配息，或是两者兼备而获利。就如同格兰汉姆与杜德所说：

这实在是一件不可思议的事，华尔街从来不问“这家公司值多少钱？”但这却是购买股票时最应考虑的问题。一个生意人如果投资1万块钱，可以获得5%的利息，他一定会先乘上20倍，然后估算出这20万元投资的真正价值。这些计算到最后就变成，究竟以20万元的价格来投资是不是一笔好生意。

- “股价往往会围绕着企业真正的价值打转。”《有价证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析》这本书最后一次修订版的合著人罗杰·墨瑞做上述表示。股票有时并没有充分反映内在价值，这也就给了投资人买低卖高的机会。

- 内在价值的范围应在资产价值与收益的保守倍数之间。最具潜力的公司应该在过去 7 年平均收益的 20 倍、或是过去 3 年平均收益的 15 倍以内；对于有竞争压力的公司，则选用一个较低的本益比。
- 注意负债过多的状况，格兰汉姆与杜德警告：

定义中的投机资本公司，往往拥有相当多的长期负债以及相对较少的普通股。

请记住上面的重点，接下来的章节我们会深入讨论安全边际与定性因素的评估，然后检视两种格兰汉姆的选股策略。

安全边际

建立安全边际首先就是购买价格在内在价值一定范围内的股票。一旦投资人对股东的未来价值有概念，他就会寻找一些可以在判断错误时充做缓冲器的要素。而实质多余的价值（substantial excess of value）则可以建立一个让人放心的安全边际。

“采用格兰汉姆与杜德的老方法不可能精确地估出一个简单的价值，”墨瑞指出，“你应该给自己 20% 上下的缓冲区间，这才是正确价值的范围。”要建立安全边际，应该遵循以下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建议：

- 在整体大盘仍处于低档，而且仍有许多超值股票进场(市场循环将在第七章说明)。
- 寻找目前暂时受挫的公司。

许许多多的案例显示，当公司不幸面临重大打击，其股价通常也会大幅下跌。如果公司的本质良好，通常可以度过危机，股价最后也会回升。1989 年发生阿拉斯加石油钻探事件的埃索石油公司，90 年代被控违反清洁空气法(Clean Air Act)而遭政府罚款的路易斯安纳太平洋公司，以及 1984 年在印度波帕地区发生意外的联合碳化公司，都是典型的案例。

1984 年联合碳化公司的工厂发生毒气外泄，造成数千人死亡、上万人致残。在 10 个交易日之内，该公司股票下挫达 27%，最后在 5 美元左右的价位平稳下来。但意外事故之后的 10 年，该公司股价反弹达 4 倍，如果将配息转入再投资，投资报酬率甚至高达 700%。联合碳化公司股票的平均年增长率是 16%，远超过标准普尔 500 指数的平均涨幅 12%。1995 年，该公司股票的交易价格在 25～43 美元之间。

- 当大盘并非在低档时，寻找被人忽略的股票。这并不是不可能的事，第五章提过的克莱斯勒就是典型的例子。尤其在空头市场，更容易找到物美价廉的标的。倒是在多头市场，投资人得多费些心力才能有所得，就如同格兰汉姆与杜德所说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在上述任一情况下，就如同分析师所估计的，安全边际就等于企业最低内在价值与股价之间的差距。

被低估股票的10个特质

关于保障投资组合，专业投资人有其各自的方式。同样的安全边际可以有许多不同的来源，需视当时情况与投资人自认为安稳的程度而定。这其中，资产价值的高低、现金流量的多寡以及市场部位的大小，都是深具影响力的因素。

第一步是检视稍早讨论过的几个定性因素（净资产价值、流动现金、本益比、负债对股东权益比率等）。格兰汉姆订出一套检视被低估股票的标准，只要符合下面10个标准当中的7个，就是价值被低估且有相当安全边际的股票。

标准1~5是衡量风险，标准6~7是财务安全性，标准8~10则用以检视公司稳定成长的历史。事实上，能够同时符合下列10个标准的可以说是少之又少。

1. 该公司获利/股价比（也就是本益比的倒数）是一般AAA级公司债殖利率的两倍。如果目前AAA级公司债的殖利率是6%，那么这家公司的获利/股价比就应该是12%。

2. 这家公司目前的本益比应该是过去5年最高本益比的4/10。

3. 这家公司的股息殖利率应该是AAA级公司债的2/3。未发放股息或是没有收益的公司则自动排除在这个标准之外。

4. 这家公司的股价应该等于每股有形账面资产价值的2/3。有形账面资产价值的计算公式在第2章提过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 这家公司的股价应该等于净流动资产或是净速动清算价值的2/3。这也是格兰汉姆最早使用的投资技巧,相关公式请见第2章。

6. 这家公司的总负债低于有形资产价值。

7. 这家公司的流动比率应该在2以上，这是衡量企业流动性或企业收入中清偿负债的能力。关于流动比率的计算请见第2章。

8. 这家公司的总负债不超过净速动清算价值。

9. 这家公司的获利在过去10年来增加了一倍。

10. 这家公司的获利在过去10年当中的2年减少不超过5%。

这些标准只是个原则,固然值得投资人用心思考,却不能当成食谱一样照单全收。而这些标准中,有些对于特定投资人尤其重要。下面3个标准就是投资人可以视个人投资目标决定是否采取：

- 需要固定收益的投资人应该特别留意标准1~7，尤其应该恪守标准3。
- 希望在资产安全性与成长性中取得平衡的人，可以忽略标准3，但是一定要把焦点放在标准1~5与标准9~10上。
- 希望达到股价成长的人可以不理会标准3，稍微偏重标准4~6,并且把重心放在标准9~10上。

研究这10个标准的同时，投资人可以选择最能帮助个人达成投资目标的准则,其他仅供参考即可。格兰汉姆表示,在选股的时候,定量因素的考虑应该先于定性因素;但是定性因素却可以提供适当的安全边际,在某些案例中,如果定性因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足够让人信服，甚至可以推翻原先数字的论断。

定性因素

巴菲特曾经这样解释："当以投资目的来评估证券与企业的时候，总是得同时将定性与定量因素参酌考虑。举一个极端的例子，一位以定性为导向的分析师说：'买这家正点的公司（有良好的前景、产业状况与管理绩效），股价会自己照顾自己。'相反的，定量因素的发言人则会说：'就以那个正点的价格买进，这家公司（以及这档股票）会自己照顾自己。'有趣的是，在证券市场当中，不管采用哪一种观点都可以赚钱。当然，所有的分析师都在某种程度上混用了上述两种方式——他之所以被归类为某种门派，是因为他在做决定时，对不同因素的相对比重有认识上的差异，而不是采用某一组因素之后，就完全摒弃其他因素。"

当同时有两档股票同等吸引人，而投资人基于财力又只能选择其一时，定性因素就是可供参考的决定指标，其内容包括企业的规模、企业的品质与产品线、投资人对于该产业的了解程度以及卓越的管理团队等。

稳定性与灵活性

当两家公司的基本面极为相近、一时难以取舍时，格兰汉姆与杜德建议，选择规模较大、会随季节反应而变动的公司，应该比不随季节变动的公司占优势，这是因为前者的稳定性较高。在市场的惯性作用下，一般容易被人认可、较具规模的公司往往在空头市场会有较好的保值效果；不过在多头市场，这样的惯性往往也是股价上升的阻力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有经验的投资人往往以知名度高低作为购物的标准，即使付出相对较高的价钱也在所不惜。

规模不是障碍

……这也许可以说是一种补偿作用,实际上,一般人对成功的小型公司其价值以倍数增长的印象要比大公司深刻得多。

尽管如此，格兰汉姆自己倒是同时购买大、小公司的股票,而且他发现,有些大公司也可以快速增长。

投资人心中往往有一个根深蒂固的想法，认为小公司的股价表现一定胜于大公司。现在已经有研究发现,这种想法是不对的,原因主要出在对数字的错误解释。研究显示,真正价值被低估的股票的确表现较佳,但也因为价值被低估,这些公司的市值也相对较小。尽管有这个新的证据,投资理财专栏作家大卫·杜瑞曼仍撰文指出:“多数的商业杂志或是财经刊物都曾经指出小型股是今天的最佳选择。似是而非的传言是很难破除的。”

了解产业就有红利积分

巴菲特建议投资人谨守个人的能力范围。“我们的法则对高科技类股来说仍然有效，只是我们不知道从何着手，”巴菲特如是告诉柏克夏·哈撒韦公司的投资人，“如果有心赔钱，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们希望明年可以在此告诉各位我们的所作所为。我相信微软公司的比尔·盖茨也会用相同的法则。他了解科技就像我了解可口可乐与吉列刮胡刀一样，我相信他会寻求投资的安全边际，同时也会以买公司的态度来买股票。我们的法则对于科技类股同样适用，只是我们并非这一行的高手。如果在能力范围内找不到合适的标的，我们不会扩张我们的能力范围，而是等待时机。”

虽然巴菲特指称他相当了解可口可乐与吉列刮胡刀公司，但他同时也是保险业的专家，该类股在柏克夏·哈撒韦公司的资产中占有相当比重。他对于保险业的了解来自于其在研究所的时代，当时盖科公司是他的专案报告项目。

投资自己所深入了解的公司意味着，“你不会因为报纸耸动的新闻标题而影响你的短期投资决策，了解一个公司同时也会激发你深入挖掘必要的企业运作状况。”布兰迪投资合伙公司的布兰迪指出。

检视企业经理人

一般人总期许经理人能够让企业未来的股票比今日更加值钱。投资人最希望经理人做的便是，为他们经营一家会赚钱的公司；其次，他们希望经理人可以善用这些利润以增加股东权益、公司净值，甚或两者兼得。

“买回股票是企业回馈投资人最简单、最好的方式，”前富达·麦哲伦基金的经理人林奇表示，“买回企业股票的其他替代方案包括：(1)提高股息；(2)发展新产品；(3)开发新的生产线及(4)购并其他公司。”

最后三项方案比较无法对投资人提供万无一失的报酬率保障，但对于企业的影响绝对是积极的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本杰明·格兰汉姆之路

格兰汉姆终其一生都在寻找更好的选股方法。他以绝对最高的标准做了许多测试，希望筛选出既安全又能有较高投资报酬率的股票，这个方法必须是简单、富有逻辑性、可以提供长期而令人满意的投资报酬率，而且即使在市场大幅下挫时依然有效。

退休后一段时间，80岁的格兰汉姆发展出一套更好的标准，并且将这套选股方法用于他与朋友成立的一个雷-格兰汉姆基金，这些标准包括前面提过的被低估股票的10大标准。虽然格兰汉姆的目标看起来有些过于简化，但大部分的投资人认为他的这些标准很有技术性。事实上，在其著作以及其他文章中所提到的各种不同投资方法，都只是格兰汉姆基本理论的变奏曲而已。研究显示，这些方法都可以提供比道·琼斯工业平均指数更安全、更高的投资报酬率。

防御型投资人

保守型投资人如果能遵照格兰汉姆在《智慧投资人》书中、或者他在课堂上及其他文章里所提到的“股市成分法则”(rules for the stock market component)去操作，是不大容易出错的。要遵循这些法则可以说是轻而易举。

一个希望能减少照料投资组合时间、降低投资成本、并且拥有相当程度资本保障的投资人，在选股时应该考虑以下6个要件：

- 适当的企业资本额(年营业额1亿美元、至少5,000万美元资产)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 坚实的财务状况(流动比率约 2:1);
- 过去 10 年没有出现营业赤字;
- 过去 10 年收益增长至少 33.3%;
- 股价不超过净资产价值 1.5 倍;
- 股价不超过过去 3 年平均每股收益的 15 倍。

这些法则几乎排除了所有所谓的“成长型股票”，但投资人长期仍然能从企业的稳定成长中获利。被纳入这个“买进持有”投资组合中的公司，在多头市场中不见得有一飞冲天的气势，但他们的成长实力却是毋庸置疑的；在空头市场中他们的跌幅也往往小于大盘。结果，就像龟兔赛跑的故事一样，他们经常领先于兔子到达终点。

积极管理的投资组合

格兰汉姆曾在 70 年代初期的一场演讲中提到，他将自己早期的投资技巧运用在现在的市场中。就像前文所说的，格兰汉姆早期的成功得力于能够找到极为低价的股票、买进许多价值被低估的类股，并且期待其中表现突出的股票可以拉抬其他下跌的股票：

我们的方法看似简单得让人不敢置信：既没有经济周期或大盘走势的预测，也没有选定特别的产业或公司；我们只是不考虑产业差别，一视同仁地单纯以股票的吸引力作为评估标准。

这种策略的成功依赖于是否能找到真正低价的潜力股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——这在第二次世界大战之后已经变得极为困难。1973 年格兰汉姆在修正他早年的投资理论时指出，有心力与时间做研究、追踪个股状况并进行投资组合管理的人，还是可以找到极其廉价的股票，从而具有很好的操作绩效。

微调投资组合

1975 年，格兰汉姆在一场演讲中指出几个管理投资组合的规则：

- 建立一个大约有 30 支股票、合乎下列条件的投资组合；
- 设定每档股票在未来两年内，必须达成在成本价 50% 以上的获利目标；
- 所有没有在两年内达到获利 50% 目标的个股，应该在两年期满后以市价卖出。

对于这个投资组合，格兰汉姆建议投资人应该选择符合下列条件的个股：

- 一个吸引人的本益比（或是获利/股价比率，即本益比的倒数），相当于过去 12 个月慕迪 AAA 级债券殖利率的 2 倍，或是本益比不超过 10。
- 一个吸引人的股息殖利率（大多数市场应该在 3% ~ 6% 之间）。
- 股价应该在每股账面价值以下（如果有的话，最好不超过账面价值的 2/3）。
- 股价应该远低于先前的高点（甚至是过去两年历史高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点的 1/2)。

- 相对于过去获利状况的诱人股价（本益比低于过去 7~10 年的平均本益比)。

格兰汉姆曾经使用不同本益比与账面价值做了许多试验，不管他再怎么随意配置，这些投资组合总能有很高的投资报酬率(虽然他建议使用股息和收益增长等标准，但由于资讯不足，下列格兰汉姆的研究结果并没有包括上述标准)。格兰汉姆指出：

不管使用任何简单的方法(本益比与账面价值的变动组合)，投资人都应该可以有比纽约证交所的随意投资组合高出至少 5%~15% 的报酬率。

如同上面所述，强调低本益比可以有最好的投资报酬率。皮那可·魏斯特资本公司的真实故事正可以说明前面几章所讲的准则——如何检验出一个看似潜力十足、实则不值一提的股票，因为该公司本身就是一个名不符实的典型。

从价值投资法的观点来看魏斯特资本公司

在亚利桑纳州经营公共事业的皮那可·魏斯特资本公司，它的股票是 1995 年许多投资杂志看好的明星股。它有房地产开发部门，不过该公司 98% 的利润都来自它的公共事业分支机构——亚利桑纳公共电力公司。80 年代早期，皮那可·魏斯特资本公司曾经企图尝试多角化经营银行及房地产业，但金融服务业始终绩效不彰，最后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逼得该公司不得不饮恨退场。之后，该公司营运曾经一度出现转变；凑巧的是，亚利桑纳公共电力公司经营了一座核能发电厂，又为电力公司的经营增添了变数。我们可以从格兰汉姆的公式中找出皮那可·魏斯特资本公司的内在价值。根据公式，内在价值为：

$$E(2r+8.5)\times 4.4/Y$$

使用1995年的数字，则该公司内在价值的相关数字是：

E(每股收益) = \$2

r(预估增长率) = 5.27%（根据价值线的预估数字）

Y(目前AAA级公司债殖利率) = 7.37%

内在价值因此等于：$\$2(2\times 5.27+8.5)\times 4.4/7.37 = \$22.73$

而那时皮那可·魏斯特资本公司的交易价格是25美元，远高于其内在价值。

至于另一个检验是否应该购买皮那可·魏斯特资本公司股票的方法，则是用股价与其他指标之间的关系来衡量。以下是另一些证据：

- 每股账面价值：该公司的每股账面价值是21.4美元，与其交易价格不相上下，虽然交易价格无论如何不应该高出账面价值。
- 负债：该公司的负债比率是53%—偏高，但不算过高。
- 本益比：本益比为11，在格兰汉姆认可的合理范围之内。
- 获利趋势：1984年至1994年间的平均每股收益是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.99 美元，恰好等于该公司 1994 年年报的数字。1995 年预估收益为 2 美元，1996 年预估收益为 2.2 美元。总体来说，收益表现可以说是优劣参半，1984 年至 1987 年呈现强劲收益增长，之后便开始下滑；1991 年出现 3.9 美元的收益赤字，然后又开始回升，但动力平平。

- 股价标准：就 25 美元的价位来说，这是该公司股票近两年来的高点。
- 股息历史与殖利率：配息在 1991、1992、1993 年宣告终止，然后在 1993 年再度开始；但与其他公共事业股票相比，该公司的股息殖利率与配息率都是偏低的。

对格兰汉姆定义中的防御型投资人而言，就配息记录、弱势收益赤字以及乏善可陈的每股收益增长三方面来看，皮那可·魏斯特资本公司是应该被三次淘汰出局的。

而积极型投资人同样也不应该考虑这支股票，原因有 3 个：它的现在价格和过去价格相比偏高，它的交易价格超过账面价值的 2/3，而且股息殖利率偏低。

如果这支股票的财务数字强劲一些，股价不在内在价值之外，它应该是有机会中选的。本文写作期间，该公司的管理阶层正极力减低负债，并把相当部分的获利转为公司的保留收益；假以时日，这家公司应该会成为有吸引力的投资标的，但在此期间，比皮那可·魏斯特资本公司前景更好的公司却比比皆是。

价值线公司在 1995 年 5 月 6 日的报告中也提出了相同的看法："总体来说，财务面的确有进步的迹象。但目前我们并不建议保守型投资人买进这支股票。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

挖掘价值被低估的股票

如同先前一再强调的，投资人可以从一堆低价股当中挖掘，或从大盘在高点时所忽略的股票中找出价值被低估的股票。这类股票的低点,通常在该公司遭受接二连三的噩耗打击时出现。许多时候,投资人往往会对利空消息反应过度,但撇开这些歇斯底里的反应，一些基本面尚佳的个股就在此时出现极好的价位。

除此之外,市场行情正好的时候,投资人更应该以精挑细选的眼光选择产业，必要时逆势操作亦未尝不可。1990至1995年间,金融业、医药业以及公用事业类股等都在投资人的黑名单上;但常识告诉我们,银行、制药厂、医院、电力公司总是会继续经营下去,当覆盖这些产业的乌云散去,也正是这些公司股票翻身的时候。

有时候收黑盘的公司会集中在某些利空消息笼罩的地区。如得州、科罗拉多州、马塞诸塞州等在过去20年都曾经经历经济周期的低潮,有些人因此自上述地区移出,以寻找更好的工作；但这些地方并没有一蹶不振，经济活动也未就此停止,不过,位于这些地区的公司的确因此受了池鱼之殃。

加州最近因为航天工业受联邦政府删减预算的影响，也面临着类似的问题。但因为加州是全球第七大经济体,而且无论如何加州不会消失;所以当利空消息接踵而至的时候,价值投资人却为买进加州被低估的银行、公共事业股、石油公司及房地产公司而雀跃不已。

寻找需要的资讯

最传统——同时也是最简单——地寻找价美物廉投资标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的方法，就是随时注意财经新闻或投资资讯公司所提供的服务。平时我们可以检视《华尔街日报》每日收盘股价表上创新低的股票；如果只能定期阅读，可以订阅《巴龙》双周报。有些日报则会在星期天提供上周股价收盘价的总表。

阅读这些财经报道时，投资人应该掌握消息来源的重点，如果考虑采用投资资讯公司的服务，请注意这些资讯的品质、即时性与费用。

专业投资人可能会倚重福特投资人服务公司或是道琼德励公司。但这些复杂的、有时专门为客户量身制作的资讯，所需要的投资金额往往超过一般散户每年的投资总收益。想知道更详细的、关于电脑化资讯的介绍，请看第十章。

走向图书馆

尽管电子资讯琳琅满目，许多投资人仍然习惯到图书馆查阅传统的资讯来源——价值线与标准普尔股票报告。以巴菲特为例，虽然他常常抱怨价值线只提供过去 10 年的资料，这对于投资决策不够充分，但他仍是价值线的忠实用户。巴菲特甚至把过去所有查阅过的资料都影印存档，以便未来回顾参考。

除了提供企业报告之外，价值线与标准普尔也提供关于大盘极有价值的研究分析。投资人可以找到关于大盘平均走势、本益比等摘要，及其他经过编辑整理的资料。举例来说，价值线就在扫描所有股票之后，整理出了一份殖利率高、获利力强、股价低于账面价格、本益比低、资本报酬率较高的公司名单。投资人只要从这份名单中再做选择，就可以节省许多时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A 公司 vs B 公司

在同一个产业中做不同公司的比较是很有用的。当竞争对手公司可能表现比这家公司好的时候，又何必要买这家公司？当必治妥·施贵宝公司可以有较高报酬率的时候，为什么要选择墨克药厂？不过这样比较也有可能被误导。

格兰汉姆提醒投资人，在进行公司与公司之间的比较时，不要在判定 A 公司究竟适不适合投资之前，就直接决定究竟应该买 A 公司还是 B 公司。因为也许两家公司都不应该买，也可能两家公司都值得一试。

买进股票只是个起点

接下来的几章，我们会提出其他的主题，来帮助投资人调整、管理投资组合。

格兰汉姆与杜德指出，买进股票以后就是公司的股东，你当然有你应尽的责任。你应该参与公司重要决策的投票、缴纳利息收入的所得税、监督公司的经营绩效，并且决定究竟要继续持有还是要卖出：

买进普通股是一个单一事件，而所有权却是一个连续的过程。"身为"及"成为"股东同样有应具备的判断力与责任心。

结　语

在 1947 年对纽约金融学院的演讲中，格兰汉姆对投资顾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问提出了“合理的批评”：

投资人很少在好价位买进好股票上出现失误或是犯大错，但却往往因为不同原因的驱使而买进劣质股。事实上，他们最常犯的错误就是，在多头市场的高点买进绩优股。

如果能谨记以前所讨论的议题，不管在什么时候，投资人都应该可以避免为单一个股付出过高代价。一旦买进之后，价值投资人应该要有耐心；一个企业的价值受到认定可能需要经年累月的时间，有时甚至要3～5年。“价值投资人的目标不在于短线进出、尽快获利，”布兰迪指出，“而在于找到绩优股的好价钱，或是普通股票的超低价位。”

最后，请记住，没有一个投资人可以百发百中，甚至巴菲特也买过美国航空公司的股票，眼睁睁地看它从原本的明日之星，变成挣扎的航空公司，然后停止配发特别股的股息（严格来说，美国航空在停止配发股息之前，也连续多年向柏克夏·哈撒韦公司配发高额利息，所以这个投资并非全盘皆输）。

同时，请不要忘记……

- 追寻安全边际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

---

我们的投资组合因为坚持安全边际，或因为找到价值远超出股价的标的，而受到相当的保护。这样做的原因是，即使股票后来表现不如预期，这样坚持的结果仍然会是令人满意的。

- 从公司过去的历史、主要财务数字，以及管理能力等角度来衡量股票的品质。
- 小额投资人或新手不应该投资新成立的公司或新的事业，不应该在场上短线进出，特别不应该在大盘多头走势明显时买进所谓成长型的股票。
- 遵循格兰汉姆与杜德的建议，提醒你自己：

投资大众买的是被推销的标的物，而对销售有利的是卖方，不是买方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7 股市常胜军

在日常生活中，人们买东西通常能够达到“物美价廉”的标准；但在股票与债券市场，大部分的人却往往成为冤大头。

《当心市场先生》作者詹姆士·甘瑞特

1987年10月的大崩盘是所有严谨投资人很好的教训。投资人终于明白了，市场并不会治疗他们盲目追高、过度反应的毛病，反而不断地追寻内在价值，就像猎狗追踪猎物一样——在线索四周来回穿梭，寻找每一个可能，甚至当其找对方向时，仍然毫不松懈。

“不管1987年1月1日的股价水准是不是合理，我们都知道，美国工业的总产值并没有在1987年8月25日累计增加44%。同样地，美国工业的总产值也不会在1987年10月19日当天，一天减少23%。”这是威廉·卢安与理查·康尼福在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1987年水杉基金第三季报告中所写的话。

当某支股票价格被低估时,场景是随时准备反转的。1995年科可瑞恩与艾科卡提出购并接管克莱斯勒时，该公司的真正价值难道一夕之间从39美元暴涨为55美元?事实不然。但从大部分分析师的角度来看，克莱斯特当时的本益比只有4，每股39美元的价格的确是过低。这个购并竞标案提醒投资人重新检视克莱斯勒的状况，所以一直到1995年9月，购并案提出4个月之后，克莱斯勒股票的交易价位仍然维持在55美元,虽然当时的本益比也只有8。

这就是格兰汉姆所谓“市场先生”慌张失措的行为。

市场先生

市场先生是个情绪化的怪人,头发蓬松凌乱、指甲则让牙齿给咬得贴近活肉，而且总是不断地敲打电脑键盘。当他度过一个危机之后,又会冲向另一个危机;如果想要休息一会儿,他的膝盖便会不自主地扭曲在一起。这样的人怎么能在华尔街保住饭碗?哈!他——就是华尔街!

格兰汉姆告诉他的学生，大可把市场先生想成一个令人费解、经常变卦的商场伙伴。巴菲特如是描述市场先生的经营战术:“即使你们两个人合伙的公司，经营状况相当稳定，市场先生还是一定会说一大堆的‘可是……’。我们必须很遗憾地说,市场先生有无法根治的情绪问题。”

市场先生就像一位不速之客。他会每天出现,对你所拥有的股权开出价码。如果你不理他,他既不会因此不高兴,也不会就此迟疑,他还是会照旧在第二天、第三天…

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

…每一天都出现。

令人生气郁闷的是，市场先生有时候会出现过度兴奋的情形。在这些时候，他只看得见蔚蓝的天空，以及不断窜升的利润；他会大步冲过来，以超乎现实的价位要你把手中的股份卖给他。而只要有一丁点的利空消息，市场先生就会如泄气的皮球，把价钱一下子杀到不合理的极低价位。

但千万不要被他的情绪起伏所影响，“市场先生是为你提供服务，而不是为你指引方向的。”巴菲特解释道。

作为一个投资人，如果他提出的价钱符合你的需求，你可以接受他的提议；如果他的价钱不合理，你可以不理他。你占他便宜，他是不会记得的。虽然他如此疯狂，但仍然是一个保守的合伙人。

我们说价值投资人不“投机”，并不是说市场的循环不存在，或是市场循环没有在投资这项工作上扮演重要角色。价值投资人知道自己没有能力预测市场指数的高点、低点甚至反转时间，投资人只需检视道·琼斯工业平均指数较长时间——10 年、20 年以上——的表现，即可发现累计的股价有如波浪上下来回振荡，从而验证市场循环的重要性。因此诚如格兰汉姆所说，市场的荣枯起伏是成功投资的要素之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

适当的股票与合理的价钱

投资人最大的兴趣在于用合理的价钱买进并持有适当的股票。就实际角度来说，市场的变动是很重要的，因为市场变动会带给投资人一个应该明智买进的较低价格水准，或是应该暂停买进，甚或应该伺机卖出的较高价位水准。

虽然市场状况很容易有后见之明的解释，但根据《有价证券分析》这本书的说法，想要正确预测短期市场走势却几乎是不可能的事：

某方面来说，市场的现况和未来是一样令人费解的。两者都一样难以被分析师预测或控制，但想要投资成功，绝大部分却必须仰赖这两项条件。

尊重市场的力量

虽然和市场起伏同步买进或卖出的操作方式，往往徒劳无功，但价值投资人和短线操作者（market timer）却相信两个假设：

- 市场经济背离真正的价值；
- 市场本身有回档(correction)的趋势。

再进一步来说，价值投资人与短线操作者都在直觉上、实证上明白市场变动是与基本面值相关的，因为企业的股价终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究会上升(或是重挫),重新回归其真正价值。企业的经营情况改变、新的消息出现,或是投资人警悟现状,都会牵动市场变化,就像月亮影响潮汐一样。

山峰、草地与山谷

市场短期变动不易掌握的困难在于,当画出走势图的时候,大盘的图形并不像富士山一样——平稳上升到顶端,山顶有一个平坦的地方可以让投资人好整以暇地观看风景、获利了结,以便准备下坡。市场的走势其实比较像内华达的山区——崎岖凹凸,每一个山峰都比前一个攀登过的山峰更高,直到到达惠特尼山顶为止。市场和连绵不断的山峰雷同之处在于,下(山)总是比上(山)来得快速,且令人心惊胆跳;所不同的则是,金融市场是且战且走的,战局随时都在变化。

市场分析

投资人不断对市场分析追根究底,方法可以归纳成两种类型:

- 第一种是回顾法,不断检视过去市场的走势图。
- 第二种是前瞻法,预测利率变化状况、产业商业周期、经济与政治情势等会影响企业获利与投资人态度的因素。

格兰汉姆与杜德指出,上面两种方法都是不科学的。过去总体经济的表现、市场的走势乃至于个别投资人的因素,都不能保证未来市场的表现;而前瞻法则涉及太多不可知的变数,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何一个变数的预测都可能有闪失。

提到走势图分析，就不能不提到查尔斯·道以道·琼斯指数扬名的分析与著作。道氏是19世纪末至20世纪初期一位专门报道华尔街动态的专栏作家。格兰汉姆倒没有什么耐心与道氏理论者周旋，他觉得这些理论的风险过高。依据市场短期变动进出也许看似简单，而且可以在短期获得利润；但这些市场交易员却不容易累积长期的利润，也不大可能长线持有至获利为止。

就市场分析来说是没有安全边际的：不是对就是错，错了就一定赔钱。

虽然格兰汉姆对于道氏门徒在其逝世之后所发展出来的理论不以为然，他本人却十分敬重道氏本人的学说。这两个人都认为股市里风险四伏，惟有镇定的投资人才能赚钱。

格兰汉姆 vs 道氏

格兰汉姆经常批评道氏理论的应用，是一种利用特殊市场整合方式产生短线进出信号的方法。道氏理论的实践者指出，当一个平均线跟随着另一个平均线时，就表示这些信号已经确定。

尽管这个方式曾经在过去的几个市场变动中得到验证，但格兰汉姆认为并没有长期连续的绩效。举例来说，格兰汉姆自己的研究就显示，1938到1968年的30年之间，仅仅是买进道·琼斯工业指数然后长期持有的人的投资报酬率，都比恪遵道氏理论的投资人来得高。道氏除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了醉心市场变动状况之外，他和格兰汉姆其实有许多共同点。他们相信内在价值的变动是市场的驱动力："了解价值就等于洞悉市场的变动。"道氏如是说。

道氏本人是康涅迪格州的道地美国人，是华尔街日报的创办人，同时也是第一位编辑。相较于在华尔街日报担任编辑及专栏作家的短暂任期——1889 年创办报纸，1902 年去世——他对于投资界思潮的影响更为深远。

道氏的著作相当字斟句酌、戒慎严谨，以致他去世之后门徒辛苦发展的投资系统几乎要宣告中断。道氏强调，股价由企业的价值决定，而企业的价值又取决于获利力。虽然他不认为有任何一个图形可以预示企业未来的前景，但他确信，嗅觉灵敏的投机客一定可以从市场的进出买卖之中获利。

道氏指出，证券市场就像自然界的事物一样，都是有节奏韵律可循的。股票市场则有其节奏模式：市场有它每天的起伏，这些每天的起伏发生在一个大约 30～40 天的周期当中；而每一个 30～40 天的周期则可以归入 4～6 年的多头或空头走势里。

"股票市场有 3 个清清楚楚、互动密切的运动。"道氏如是说。在这个架构下，个股可以有它自己的周期，有时与市场同步运行，有时则不；而不管是个股或是大盘走势，都无法从走势图上预见未来。

"一直要大盘的顶点或底部出现过一段时间之后，我们才能判定大盘是否已经到达顶点或是到达底部。"道氏在 1902 年的一篇专栏中指出，"有时人们可以猜测股价是否已经到达高点或低点，但这些臆测只是基于他们的天性，而不是特别的价值考量。在华尔街有一个人尽皆知的笑话：只有傻瓜型的投机客才会想要在最低点买、在最高点卖；有经验的投资客知道没有人能有把握依据规则真正的买低卖高。"

看来，格兰汉姆和道氏也不尽然不是同路人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时机与价格

既然市场周期的确存在，聪明的价值投资人当然应该善加利用。格兰汉姆认为利用市场波动有两个方法：

- 掌握进出场时机；
- 选对价格。

研究结果则倾向支持格兰汉姆的看法，掌握进出场时机，或说是预测未来市场走势的方法并不久长。1995 年提供进出场操作建议的刊物上有一项调查显示，75% 的市场操作结果并不如买进而后长期持有标准普尔 500 指数。连续两年都能正确提出进出场建议的刊物，只有 50% 可以在第 3 年再度完成任务。

既然进出场操作如此困难，格兰汉姆因此建议投资人采取价格法。投资人不需要预测空头或多头市场而决定卖出或买进，只需要根据事实，以股票的价位作为买进或卖出的依据——在知道股价已经大幅下挫或已经被低估时买进；而在多头走势将股价推升至内在价值之外时卖出。

只要能在市场高点时卖出价值被低估的股票，把这些钱转换为现金，投资人就可以拿这些资金在大盘谷底买进特价股。虽然市场波动不容易预测也不可靠，一旦发生，却是可以善加利用的。

相信多头市场

当市场快速攀升时，价值投资人必然是与一般投资大众格格不入的。格兰汉姆的儿子，同时也是《有价证券投资》与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《智慧投资人》这两本书著作权的所有人，他表示，在市场行情大好时，其父亲的遗著往往销路最差。行情好的时候，几乎所有投资人都认为，他们有本事挑选会赚钱的潜力股。在连开红盘的市场中，当投机性标的物推升大盘屡创新高时，价值股票(value stocks)往往显得呆板笨拙；可是，当市场开始向下修正时，情况就急转直下，稳定性高的价值股票就像是值得信赖的好朋友，而格兰汉姆的著作也就此开始跟着畅销起来。

大部分的多头市场都有一些既定的特征，包括：

- 股价水准创下历史新高。
- 本益比走高。
- 股息殖利率相对于债券利率为低（或者相对于该股票过去的股息殖利率水准为低)。
- 投资人开始融资买进他们所认为的富有吸引力的高价位股票，融资操作(margin buying)大幅增加。
- 新股发行蜂拥而至，特别是有许多首次公开上市(initial public offering, IPO)、体质有问题的新股。多头市场是许多投资银行与股票行销人员所谓的“机会之窗”，由于首次公开上市经常在华尔街钱潮泛滥的时候出现，有些老资格的投资人因此开玩笑说IPO应该叫做“也许价太高”(it's probably overpriced)。

暂停在云霄飞车顶端

当大盘在高点时，价值投资人只有一个策略，那便是耐心等待。投资人可以做以下二选一的选择，但其中每一种方法都需要强有力的心理承受力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 卖掉整个投资组合的股票获利了结，静待市场开始滑落。到那个时候，有价值的投资标的自然是真金不怕火炼。这种方法看似简单，但对于许多投资人来说，眼睁睁卖出上涨中的股票却是难事一桩。
- 继续持有那些你认为有长期投资潜力的股票。卖掉那些明显价值高估的股票，然后等待市场向下修正。这个时候，和其他一飞冲天的增长型股票相比，价值股票会以较慢的速度上涨，但不是次次灵验。

市场开始修正时，不管是急剧还是缓慢，精挑细选过的价值股票总有较大机会可以保值。

下面一位价值投资人的投资组合可以显示市场由高点滑落的状况。1987 年 9 月初，史洛斯的投资组合涨幅为 53%，在道·琼斯工业指数到达 2，722.42 点的历史高点时，指数涨幅达 42%。10 月份市场开始下挫，并且单日跌幅达 504 点。市场最后仍有回升，史洛斯的投资组合最后以 26% 的涨幅作收，但大盘整体却只回涨 5% 而已。

史洛斯遵循的是投资的重要法则之一——不要赔钱。赔钱之后再扳回一城，这对计算长期投资报酬率是很不利的。

史洛斯是一位经验丰富的投资人，但并不是每一位价值投资人在多头市场时都可以同样如意，这是需要实战经验的累积。“如果真能严格遵守价值投资法的原则，我想，长期来说价值投资人应该可以超越大盘 20%—虽然在大部分的多头市场时期除外。”《股市大亨》的作者崔恩指出。

与空头市场为伍

当市场急剧下挫时，相同的问题总会不断浮现：这是不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1929年的历史重演?证券交易员会不会跳楼自杀?这是不是大萧条的开始?格兰汉姆当然知道这些经验是怎么回事。虽然他知道1929年时市场已是高处不胜寒，他仍然小心翼翼地选股,并且做了适当的避险动作。他以为他已经完全保护了投资组合，但实际上却没有完全执行所有的避险措施，而且又过度使用了融资操作的额度。他的投资组合在1929年的大崩盘中损失惨重；但他随即站稳脚跟，重新建立投资组合，并且很快扳平损失,以此向全世界宣告,买进的时机已经来临。

大盘底部的廉价品

1932年格兰汉姆38岁的时候，他已经赚到、也亏损掉好几百万美元。为了熬过大萧条时期，他在好几所大学兼课、充当证券诉讼案件的专业见证人、为财经杂志撰写专栏，并与他的合伙人纽曼买进且清算了几家公司。

1942年6月,《福布斯》开辟了第一个投资系列专栏,由格兰汉姆执笔，警告投资人市场上已经有许多股票以低于真正价值的价格在市场上交易。系列专栏的标题就是：“美国企业是否生不如死?”

格兰汉姆指出,在纽约证交所上市的股票中,大约有30%的交易价格低于企业的净流动资本，有些甚至低于现金资产的价值。换句话说，如果投资人买下这家公司所有的股票，然后卖掉这家公司所有的资产，转眼间就可以坐收大笔丰厚的利润。这些系列文章后来广为流传,同时也让灰心丧志的投资人对股票市场重拾信心,从而带动了股市强劲、持久的复苏。

1974年股市一片低靡，格兰汉姆的智慧再度启发了投资人。他在投资管理研究协会的前身——财务分析师协会的年会中发表演说。在这个讲题为“价值的文艺复兴”（*A Renais-*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

sance of Value）的演说中，格兰汉姆重申，股票是以其相对于内在价值的折扣程度来计价的。他提出“这种‘跳楼大拍卖’的股票还会有多少？”的问题，以此鼓励投资经理人于股价尚低时，尽可能买进特价股。那时道·琼斯工业指数已经跌落到600点的价位。

又一次，格兰汉姆的话再度唤醒了沉睡的市场，并且引动了新一波的上涨势头。1976年时，道·琼斯工业指数已经上涨900点。

底部的信号

根据市场循环的理论，市场底部——或者说是接近底部，是要比市场高点、或是接近高点更容易判定的。这些证据在企业的资产负债表、损益表、本益比、股息殖利率以及其他定量数据上都历历可见；相同的，企业较低的财务数据可以反应市场整体的状况。数字是会说话的。

举例来说，道·琼斯工业指数的股息殖利率通常呈现一个类似的循环，市场出现底部时股息殖利率约为6%，市场在顶点时股息殖利率约为3%。道·琼斯工业指数的平均股息殖利率有时会超出这些范围，但上下限通常是判定股价（大盘）被高估或低估的指标。

买进时机

当市场到达低点，通常也就是价值投资人欢呼收割的时候。“对于价值投资人来说，最有利可图的时机，也就是市场下跌的时候。”投资经理人卡拉曼说。1973年夏天，股市总市值刚刚重挫20%不到二个月，市场上等待收割的股票比比皆是。巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特曾经告诉他的朋友："你知道吗？有时候我一起床就想跳起舞来。"

不幸的是，这通常也正是一般投资人觉得被市场击垮的时候。害怕、消极的想法席卷而来，只有曾经面对过空头市场的人才了解这种深沉无力的恐惧是怎么回事。而在空头市场的最深处，却也是尽可能买进愈多股票的时候，"有价值的特价品通常不会在强势市场中出现，"基金经理人布兰迪指出，"最好的方法是检视反转已经超过一年的股市。"

如果你真敢下场玩一把……

虽然格兰汉姆并不建议投资人这样做，但他也指出了一个综合进出场操作与价值投资法的方式，这个方法原本是由与格兰汉姆同时期、本身也是理财顾问与投资顾问的罗杰·巴布森所提出的。格兰汉姆指出，这个方法需要不屈不挠的毅力，并且会让投资人远离多头市场的延伸期。这个策略可以减少依据市场波动操作的风险，听起来似乎很简单，但熟知内情的人知道要切实遵守是多困难。

以下是运作方法：

1. 选择一组风险分散的股票（投资人可以购买道·琼斯工业指数的股票，组成一个指数基金；或者找出究竟哪几支股票是被低估的，只要买进这几支就可以）。

2. 决定每支股票的正常价格（选择一个看来合适的本益比，以过去 7～10 年的平均收益来计算）。

3. 买进具有相当折价的股票——例如股价等于投资人所认定正常价格的 2/3。另外一个方式是在投资人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所认定的目标价格买进，例如说在股价开始下滑，价格约为正常价格80%时进场。

4. 在股价超越正常价格时卖出——例如高于目标价格20%～50%时。

遵照这些方法，投资人自然可以在高出低进——在市场下跌时买进、上扬时卖出。

价值被低估股票常常会冬眠几个月——甚至经年累月——直到结束。想要参与并掌握这些蓄势待发的机会，惟一的方法就是找出这些潜力股，买进，然后持有一段时间。格兰汉姆说：

买进一个被人忽略、价值被低估的股票，一直到获利为止，通常是一个漫长、考验耐心的过程。

结　语

价值投资人一定要了解市场的本质与趋势。气定神闲才能抵挡多头市场的金钱诱惑与空头市场的过度反应。市场先生的情绪是可以通过沟通而不剧烈波动的：

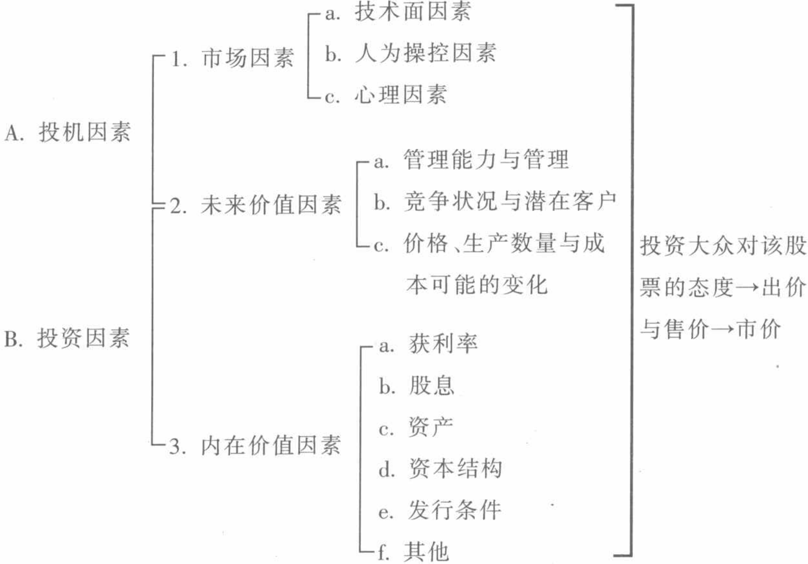
市场并不是一个加权(weighting)机器，每一支股票的价值都由一个准确的、非人性化的机器所记录。事实上，市场比较像一部投票(voting)机，是许许多多投票人根据理性或情绪判断所产生的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，请不要忘记……

- 了解现在市场接受的道理。“股票卖得出去固然重要，但更重要的是，这支股票得有一个好价钱。”格兰汉姆说。
- 股票看起来够便宜或涨得够高，并不足以作为买进或卖出的理由。卡拉曼说，“价值固然与股价相关，但投资的决策因素一定得与价值相关，而不只是价格而已。”
- 虽然投资人无法预测市场状况，但只要他们一了解状况就可以善加利用市场局势。
- 股市其实是股票组成的市场。每一家公司随时都可以步出市场，等待一个适当的买进或卖出时机。

内在价格因素与市场价格关系图



资料来源：《有价证券分析》，第 27 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8

风险管理

人们经常被事实击倒，但大多数人总能若无其事地很快从挫折中站起来。

温斯顿·邱吉尔

当投资机会出现时，大部分人都会问："我可以赚多少钱?"事实上，他们该问的第一个问题是："我可能损失多少钱?风险究竟有多大?"如果能对这个问题提出一个可以接受的答案，就有很大机会赚取并保有相当的利润。

风险是可以被有效管理的，这样的说法已经行之有年。事实上，20年代格兰汉姆就已经发展出一些在现代广泛使用的避险技术；而近几年来，风险管理又有新的课题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券交易员为何喜欢统计数据?

你刚刚以100美元投资氖气灯泡公司，短短一年之间股价上涨了一倍，涨幅达100%。不久，生产氖气灯泡的成本大幅上升，此时该股票也从200美元跌落为100美元。你向你的证券交易员抱怨，却招来他的一顿不以为然的数落："有什么好抱怨的？这支股票已经涨了100%，而跌幅只有50%呀！"

"投资人一定要记住，50%的跌幅已经足足可以吃掉原来100%的涨幅。"格兰汉姆指出。

效率市场有所不为

由于有效市场假说(efficient market hypothesis, EMH)普遍为大众所接受，致使风险管理从过去几十年来发展成一个有规模的产业。有效市场学派认为，股价是由市场交易过程形成的，因此投资人彼此之间很少能占到其他人的便宜。该理论的创始者指出，由于投资人往往很快依据所有的资讯来采取行动，因此股票总是可以反映它们的未来价值。只有愿意承担较高风险的人，报酬率才能相对提高。

有效市场假说促成了期货市场与期权市场的发展，以及投资组合保险(portfolio insurance)与指数套利(index arbitrage)的风潮。对于想要尽可能控制风险、增加投资组合报酬率的投资经理人来说，这些都是必要的工具。但矛盾的是，投资组合保险与指数套利是加速1987年崩盘的祸首，而当人们放弃使用这些控制风险的工具时，却帮助了股市的健康回升。另一种风险管理工具——衍生性金融商品，则因为屡屡酿成大祸而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声名狼藉。

有效市场假说并未被遗忘

最近的研究，包括1987年大崩盘的教训，使得许多有效市场假说的理论家以及该学说所衍生的衡量波动的指数——“贝它”(β. Beta)，尝到了被打入冷宫的滋味。

有效市场假说的寿终正寝，验证了一个老生常谈：“这个启示简单而易懂：没有一个固定的数学模式可以保证在股票市场战无不胜，只有价值与追求价值可以迈向成功。换句话说，也就是一种找出潜力股——股价相对于基本面与获利率都较为便宜——的能力，以及投资买进的勇气。”投资专栏作家杜瑞曼指出。

尽管显示有效市场假说无效的证据可谓不胜枚举，还是有许多投资专家相信它的真实性，并根据它来采取行动。“有些有效市场假说的追随者，宁可断头，也不愿意放弃他们的信仰。”杜瑞曼结语。

贝它因素

今天的投资分析师经常以波动性（volatility），即贝它，作为衡量（相对于个股）风险的标准；贝它也就是该股票价格的波动相对于大盘整体变动的协方差（covariance）。他们认为投资人只要能懂得衡量β值，就可以减少投资风险，这种说法也是源自于有效市场假说。虽然近来的研究显示，波动性与风险并不相关，即使有，想要取得资讯以抢占先机所花费的成本，也往往超过所能省下的费用，不过许多股票评鉴服务公司仍然提供股票的β系数，而投资人也依旧偏好较低的β值。但在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

β 系数的真实效用被揭露之前，价值投资人早已不把 β 值列为选股的考虑因素之一。

乱流并不会使飞行更危险

由于 β 值是建立在短线股价的波动上，因此并未受到价值投资人的青睐；价值投资人会忽略市场的波动因素，而将希望押在内在价值上。公司的内在价值并不会像股价一样，每天、每小时随市场起伏上下变动；市场上的股价变化，只是给了价值投资人一个在特定价格买卖的机会而已。

投资理财专栏作家杜瑞曼发表在《福布斯》的文章中指出，他在 1990 年下半年强力推荐投资人买进金融银行股时，其实冒了很大的风险。“这些股票的波动性都很高，”杜瑞曼写道。“虽然这些股票已经有一大段跌幅，但在我建议买进之后，股价还是又跌了 10% ~ 15%。而后这些股票开始反弹，在接下来的 12 个月之内股价涨幅超过一倍，有些急涨急跌的股票，例如 PNC 与 Freddie Mac 在接下来的几年后，涨幅甚至超过 500%。

杜瑞曼不讳言，这些股票除了涨跌幅度大起大落之外，风险其实并不是特别高。虽然市场当时并未认可这些股票的价值，它们仍然是很好的投资标的。

极端便宜的股票

“不要去管那些媒体报道濒临崩盘的股票是不是已经被放弃；就任何有效市场假说的标准来说，这些股票都是意外之财。如果你是为自己买这些股票，你应该忘掉这些被大家广泛使用的风险衡量工具，例如 β 系数等。波动系数只是在企业资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本开支决策/或是否买进/卖出一家公司或事业部等之外的一个衡量股票市场风险的指标。”杜瑞曼说。

杜瑞曼的见解得到了不少人的认同。“风险，对于价值投资人来说，是企业内在价值的负面变动；”布兰迪指出，“所以，应该把焦点放在公司上，而不是股价变动上。”

如果想要知道关于单一个股的风险高低，可以对照第6章格兰汉姆的10个价值被低估股票的指标，其中准则6~10即是与风险有关。

基金经理人的告白

1995年拉柏多合伙基金经理人史蒂芬·法利在检视其投资组合时指出，如果他未遵照传统的所谓避险操作——在多头(或空头市场)时买进“看跌”(puts)(或“看涨”(calls))，则他的投资报酬率可能更高。

法利计算指出，如果他没有做避险动作，整个投资组合的波动指数会提高，而其平均投资报酬率也将随之提升。1990年到1995年之间，法利的平均投资报酬率是13.7%，同时期标准普尔500指数的平均报酬率则是8.7%；如果扣除放空看跌或作多的费用，他其实可以有16.6%的投资报酬率，几乎是标准普尔指数的两倍。

加入价值投资人的阵营以后，法利表示：“波动性并不等于风险。如果没有做避险操作的话，我们的投资组合将会有更大的波动，”但投资报酬率也会随之增加。此外，如同林奇所指出的，避险操作的代价相当高。“为了应付市场5%~10%的向下修正，你可能每年得花上整个基金资产的5%~10%来作避险操作。”此外，避险操作对个别投资人也往往是所费不少的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人资产管理人与散户投资人也许必须重新思考这个议题，事实上散户投资人根本就应该忘掉避险操作。典型的投资人只要能在买进股票时建立安全边际，同时分散投资于不同产业、价格适当的股票，就已经足够了。

然而，退休基金或其他大笔资金的受托资产管理人，或许仍然选择继续采取避险操作，以便回应市场的特殊状况或是股价的突然重挫。这些基金经理人随时要应付投资人的赎回需求，他们的状况自然需要较高的流动性，同时也必须更加谨慎小心。

在这种情形下，格兰汉姆与杜德也提出了深谋远虑的建议——避险操作是正常投资概念的延伸，运用时需注意知识、技巧与纪律。

期货、期权与衍生性金融产品

前曾述及，用科学化方法管理风险，以获致较高报酬率的风潮，是期货市场蓬勃发展的主要原因。加州橘郡贪婪的纳税人则使用了更复杂难懂的衍生性金融产品。

彼得·伯恩斯坦曾在《财务分析师期刊》(*Financial Analysts Journal*) 上撰文指出："在一个事物变化速度远超过人们所能理解的世界中，风险所难以衡量的程度常令投资人难以置信。"因此，一些传统的风险规避方式将不再有效。"防堵风险的需求急剧增加，方法也不断创新，我担心其中有些方式反而会使市场风险升高，以至于适得其反。"

少数有先见之明的投资人，在衍生性金融产品萌芽初期就已洞烛机先。"巴菲特认为应该禁止使用股票期货与期权，我深有同感。"林奇表示。

巴菲特解释他自己的观点："衍生性金融产品的交易就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，双方签订一纸在满期后会令其中一方极为痛苦，而且还得把支票开给对方的合同。因此必须确定双方是心甘情愿，而且是有能力付款的。”巴菲特曾经建议，管理衍生性金融产品的方法，是要求每一个执行总裁在公司的年度报告中确认，他自己清楚了解公司每一个衍生性金融产品的契约内容。

风险与报酬

投资人一次又一次地被耳提面命，投资的风险愈高，相对获得的报酬也可能愈高。有时候交换风险与报酬的代价，是可以小心仔细估算出来的。举例来说，风险资本家就会调整他们的投资结构，以反映风险状况。

对于传统投资人来说，格兰汉姆认为最大的风险是没有足够的时间、正确的态度，又缺乏正确的资讯来做投资决策。而即使这些条件一应俱全，也不能消除风险，但是可以降低风险：

投资本质上不完全是科学。就像法律与医学一样，个人的技术（艺术）与机会都是决定成败的关键因素。除此之外，在这些专业领域中，分析不只是有用，而且是不可或缺的；这个道理在投资或者投机领域中也是一样的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么赌场老板不谈统计数字

有些愤世嫉俗的人，往往因为某次投资失利，就把投资看成赌博的同义词。“投资”和“赌博”当然不一样，但是它们和“投机”一样都可以用风险这一尺规来衡量。投资应该摆在尺规的最下方，因为它容许最大程度的知识与分析，风险也最小。投机则应该紧随在尺规之旁，投机客以某种程度的知识与专业作为投机决策的依据；同时也心知肚明这其中涉及了随机的变数，自己可能会面临的损失概率比平常为高。另一方面，赌博则完全由运气来决定结果。

赌徒拿胜算下注，但除非他们自己经营赌场，否则不见得能永远有胜算。

胜算，是用来决定输赢可能性的。在此，可能性可以用数学方式来表达，举例来说，我们把一个铜板丢到空中，落地时人头朝上与人头朝下的可能性就是各占一半。

如果再加上骰子就更加复杂了。如果赌骰子的数字是6，这个数字面朝上的可能性只有1/6，另外5/6的可能，会有其他五个数字出现。也就是说，下注数字6朝上出现的比例就是1/6。

有时赌徒相信“平均法则”(law of averages)终究会出现，因而他们将有扳回一城的机会。但虽然名为“法则”，平均法则事实上根本就不是什么法则，它只是可能会出现——而不是必然会出现的事。

相同地，赌徒有时也会因为笃奉“时机成熟原理”(doctrine of maturity of chances)而全盘皆输。他们认为某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一事件(赌牌的某一数字或骰子的组合总数)已经很久没有出现,所以应该很快会出现。这些赌徒不明白的是,每一次的牌局,都是独立事件,和其之前或之后出现的结果并不相干。“胜算”只限于丢铜板、掷骰子,或转轮盘,其间的结果是不会累积的。

宾果球不会记得B-3很久没有出现,骰子也不会记得刚刚掷出了一个2。这也是股票与骰子相似的地方——在警告投资人不要对所持股反应过度的同时,巴菲特也指出投资人的忠诚并不影响股票的涨跌,因为股票不知道谁买了它。

但是到拉斯维加斯一游的赌徒也不用太过沮丧。大可把在赌场的损失想成是缴付便宜自助餐、豪华大旅馆、火山喷泉的税赋费用,同时也为赌徒顽童般的心灵提供了一趟肆意徜徉的绚烂之旅。而这些“税赋”则提供了数以千计的就业与交易机会。

投机大体检

虽然每一项投资都带有某种程度的风险,但投机就定义上来说,涉及的则是更高的可能性。本书呈现了许多不同的投机形式。格兰汉姆曾经对于投机有过最权威的界定:任何基于对市场方向预测的购买行为,或是买进时想要在比正常商业循环(3~5年)更短时间内的获利者,都应该算是投机。

卡拉曼在他的著作《安全边际》(*Margin of Safety*)中把所有的资产和证券都分成两类:投资与投机。这两大类在本质上也许看似相同,但却有一个关键性的差异:“投资是把钱花在资产所有人的利益上,而投机却不是。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡拉曼的定义排除了收藏品，诸如画作、家具、棒球卡等，因为该类投资增值的机会在于物件的价格本身；相反地，股票价值的增加乃是基于企业获利能力的提升。如果股价的上扬是因为预期获利的增加，而实际上预期获利并没有增加，则股价也不可能攀高。

黄金是卡拉曼眼中的另一个例外，一般人总相信黄金具有保值的功能。格兰汉姆曾经把黄金归类为投机性商品，因为他认为黄金已经不再能有效提供保值的功能，最多是一种独特的贵金属。不管投资人是否同意卡拉曼或是格兰汉姆的说法，他们仍然可以选择投资黄金矿产公司的股票。金矿其实是符合价值投资人的选股标准的，因为它们有能力产生利润，也可以从黄金本身获利。

投资黄金类股惟一的问题是，黄金往往涉及相当多的情绪因素，因此不容易掌握其投资目标；而黄金相关商品也是几百年来最容易牵涉造假、人为操控的投资工具。

价值投资人的目标应该是以事实为依据进行投资决策，而不是以个人的一厢情愿。投资人所拥有的资讯越可靠，所面临的风险也越小。

猜测 vs 知道

分析的价值会随着机会因素的增加而递减。

格兰汉姆指出，有一种形式称为被告知的投机（informed speculation）。在投机的过程当中，投机者应把分析当成一种辅助工具，而不是主要依据。这当然有助于增加获胜的机会，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不能保证成功。格兰汉姆明白，投机者当然会有得意的时候，但他们同时也承担了，一旦失败必须从此退出商场的风险。

“我的精神导师格兰汉姆曾经说：‘投机既不是非法、不道德的，但也不会大发利市。’”巴菲特在 1968 年写给柏克夏·哈撒韦公司合伙人的信中如此指出。

总是有新鲜事

最令投资人感兴趣的是，每过几年就会有因为投机、过度暴露风险而造成的金融风暴。得州、加州等地的储贷银行风暴，及高度财务杠杆操作的房地产两者之间的关联，与 10 年前科罗拉多州燃油业受商业房地产融资操作波及的情形十分类似。人们为大幅获利而疯狂，一窝蜂地加入行列。“就像战争一样，投机是一种社会活动，是人类的集体行为。”甘瑞特认为。

有时新闻事件就像一再上演的肥皂剧。举例来说，20 ~ 30 年代，买空卖空式地投资扩张信用(pyramiding)，起源于公用事业公司，而后拖累了不少大公司。“庞奇”的名称虽源自于 100 年前的一个大骗子，但庞奇事件却不断重演，吸引许多投资人争相投入。格兰汉姆与杜德观察：

金融圈的健忘程度，是鼎鼎有名又令人痛心的。

不想参与这些戏剧性故事的投资人，应该以下面方式保护自己免于承受风险损失：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 避免涉猎自己不了解的产品、投资方式或投资工具;
- 放弃高风险的债券及股票;
- 避免过度使用融资操作。

垃圾证券与债券

当投资人把焦点放在个股的资产负债表、损益表以及其他计量因素上的时候，则不管其殖利率有多高，都最好远离垃圾证券(junk securities)。但是格兰汉姆也说，如果价格够低，一些品质中等的证券也可以是价值投资标的。这就好像买一栋座落在人烟罕至地区的房子，当价格降到某种程度时，还是一个不错的投资标的——也许可以有固定的房租收入，或者整修之后再卖出以净赚一笔。要判断一个有瑕疵的投资标的究竟有没有足够的潜力、何时应该买进，这需要相关的知识与经验。关于这方面的投资观念，我们将在第 9 章进一步讨论。

杠杆操作

杠杆操作(leverage)即是以较少的成本获取较大的投资效益，而融资操作是最常见的方式。当市场在正常状况下快速上扬，而且屡创新高时，投资人很容易热过头而遗忘上涨动力可能会随时消失，这对于已经过度扩张信用的人，将是一场刻骨铭心的痛苦经验；格兰汉姆在 1929 年大崩盘时，也是因为扩张信用而出了问题。

是在大崩盘之前几个月，格兰汉姆就警觉到 1929 年的市场已经过热，但他对自己的选股仍然深具信心，很多投资都已事先做好避险操作，不过却犯下了过度融资的错误，即使他从此不会重蹈覆辙，但当时却为此付出了相当的代价。格兰汉姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和他的合伙人纽曼不收分文地工作了整整5年，才让他们管理的资产由赤字转成收益。之后这些客户才开始享受30、40、50年代股市的稳定成长。

融资催缴通告

尽管在大崩盘时有不愉快的经验，格兰汉姆对于杠杆原理并没有成见。他知道采取杠杆操作有其缺点；但不管是散户投资人或是企业，也可以使用信用借贷来投资股票或作为营运成长的资金，这是杠杆操作的好处：

毋庸置疑，杠杆操作有其先天的投机性，从而加重了获利与损失的可能性。

格兰汉姆不鼓励小额投资人使用融资操作，但并不代表以融资方式购买的股票就没有价值。投资人得确定，一旦融资催缴通告出现，仍然有办法来应付；更重要的是，应付融资催缴时，绝对不能危及投资组合的其余部分。

市场上对于过度使用融资买卖有一些预防保护措施：对于可以融资购买的股票有极严格的限制，而对于信用账户中应该有多少现金或等价证券也有一定的规定。风险最高的股票——极其廉价的“便士股”，则必须以现金交易，因为没有人愿意借钱供人买这类证券。

进场后眼看股价下滑

即使再高明的投资决定，都不见得能保证在进场之后，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价不会暂时跌落到买进价格之下。

当股价跌破当初的成本价时，投资人做何反应？早知如此，应该预做避险设计，或采取其他保护措施？格兰汉姆认为大可不必。股价的暂时下挫并不代表已经有所损失，如果这支股票内在价格不变，股价还是会涨上来。布兰迪建议，如果投资人对自己的决定有信心，应该加码多买几张。

如果相信单位平均成本法，在股价下跌时持续买进，是对这个概念的很好试验。在股价上扬时持续买进是很简单的，但要在股价下挫时也照做不误，那就需要毅力了。

结　语

价值投资人也许会决定进行一次看似投机的投资，但决不会对可能面对的风险一无所知，这就是智慧型投机。

风险管理是建立在价值投资的概念上的。这个概念有 3 个要件——避免投机、安全边际和分散投资，这也是经济实用的风险管理工具。了解这些概念的投资人，即使在“市场先生”大发雷霆的时候，也可以安安稳稳地一夜好眠。

同时，请不要忘记……

- 伊索寓言说：“小心因为追求影子，反而失去里子。”推论到投资人身上就是：“抓住里子（投资原则），就能掌握影子（投资报酬）。”
- 衡量市场波动性的风险指标（β），对于价值投资人并不具任何意义。β 高的股票不见得比 β 低的股票风险高。
- 投资会把钱花在投资人的利益上，投机则不会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 对于散户投资人最好的避险方式是信息充分的决策、安全边际与分散投资。
- 改进手气的最好方法就是不再赌博，开始投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9

特别情况

创新是金融市场的生命力，遵循正统除了怀旧以外没有别的用处。

詹姆士·甘瑞特

价值投资如果警觉性不够，到头来也只是空谈。格兰汉姆的《有价证券分析》与《智慧投资人》书中处处可见一句又一句的“你不应该……”。但他也教导投资人，资讯、练习、经验与警觉性其实比投鼠忌器更有用，“特别情况”便是一个例子，既可以让投资人获得相当的利润，又无需增加多余、不必要的风险。

“特别情况”，或者可称为攫取超额利润的非传统机会，这个名词很难解释，因为就定义来说，这些状况往往极为少见、离奇、别出心裁，许多时候是事前无法预料的。

特别情况有许多不同的形式。很多时候是股票反映企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的内在价值时，所呈现独特、出人意料的走势，有时则是一些“不按牌理出牌”的演出。当投资人发现特别情况时，“你应该”就压倒了“你不应该”。

修改规则

格兰汉姆自己则在1948年购买政府员工保险公司——即盖科公司时，违反了自己的两个法则。

他在《智慧投资人》这本书第四版的后记中，提到了两个“我们都知道是谁”的合伙投资人，他们违反了自己所设下的投资管理原则，把投资组合中相当大的一个部分，押宝在某一公司上（格兰汉姆-纽曼基金的1/5），而且以信用交易为主，实质资产交易则较少，因为他们十拿九稳地觉得这家公司会是赢家。而盖科公司的确：

颇为讽刺的是，过去20年来，这两个合伙人研究、分析、评估、殚精竭虑地投资操作不同产业的股票，但这个单一投资所带来的利润总和，却远超过其他投资的收益总和。

格兰汉姆指出，这只说明了一点：“在华尔街有太多的赚钱方式。”

当机会敲门的时候，检查它的身分

套用格兰汉姆的说法，特别情况也就是看似不平常、离经叛道，甚至股价过高，但定睛细看却有相当内在价值而不应放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弃的大好机会。就像格兰汉姆经常说的，只要在适当的价位上，普通的股票也会有很棒的价值。

盖科公司正是特别情况的典型范例，虽然普通投资人也许从来不能慧眼洞悉。格兰汉姆-纽曼基金买进足以掌握控制权的股数时，盖科公司还只是一个未上市的私人企业（盖科公司历史详见[附录]）。

1995年盖科公司看起来只能算是类似特别情况的案例。当时柏克夏·哈撒韦公司开出23亿美元的价格，要收购盖科公司不到主控权48%的股份。有人传言，巴菲特是利用他在美国国家广播公司与华特·迪斯尼购并案中大赚一笔的部分资金，用来支付这笔费用的；事实上巴菲特拿到的是迪斯尼的股票，他是以自己企业的收益来购买这个原本就在他手掌中的特卖品。

特别情况所包含的范围，包括了价值被低估的普通股、可转换证券、特别股、认股权证、不同的套利机会、宣告破产的企业、垃圾债券、首次公开上市、卖出部分事业部、私人募集，以及许多复杂难解的法律情况。在仔细考虑一个特殊企业发展的所有面向时，吸引人的卖点往往就会跃然纸上，一目了然。

价值极被低估的股票

前面几章已经讨论过证券的类别。价值被低估的企业成为"特别情况"类股的时候，也是股价低到深具吸引力，且似风险十足的时候，企业的股价所以下挫至极低的价位，通常和该公司营运已经深陷泥淖不无关系。

格兰汉姆在1940年版的《有价证券分析》中，开出了两大张低价、特别投资状况的类股名单。在该书出版的8年后，这两张名单中的股票平均涨幅高达252%，而同时期标准普尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

500 指数的平均涨幅只有 33%。

当时，名单中许多公司深受大萧条的不景气及远在欧洲开战的第一次世界大战所影响。这些公司后来虽然熬过历史的考验，但有趣的是，有几家如今却已成昨日黄花，不复存在，例如 Reo, Hudson, Hupp, Nash Moters 等几家汽车制造商。名单中也有一些历尽沧桑、至今仍然生气蓬勃的公司，例如 Mack Truck, Diamond Match, Montgomery Ward 和 Wesson Oil。

我们在第 5 章提过欧克工业，该公司股价在 80 年代晚期曾经跌到每股不到 1 美元的超低价位，远低于该公司的资产价值，因此虽然经营状况不甚理想，仍不失为极佳的投资标的。

浴火重生

巴菲特情有独钟的特别情况之一，就是他称作“浴火重生”的案例。“这是一些财务结果取决于经营成效，而非由证券市场多空交战因素主导的公司。换句话说，这是有时间表的、可以预测的公司，它有合理的错误范围——什么时候收益、会有多少收益、可能会怎样损失，都一清二楚。”巴菲特解释。

购并、破产、事业部由母公司独立出来成为另一家公司，或是一家公开上市公司转成私人公司，都可以发展成浴火重生的案子。

可转换证券

多数的可转换证券 (convertible securities) 都是债券，有的是特别股。这些可转换证券可说是名符其实，因为在某段期间内这些证券可以被转换成普通股。当市场上扬的时候，可转换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券的价格通常会追随普通股的走势，但因为债券或特别股的息票利率(coupon rate)比普通股的股息殖利率高，在市场下跌时，可转换证券的跌幅也较低。

有鉴于此，当专业投资人的投资风险偏高的时候，会比较偏好可转换证券。当股票价位接近历史高点时，可转换证券可以让投资人抓紧市场上扬的力道，即使行情反转，损失也会比市场低。也就是说，投资人可以有接近普通股的投资报酬率，但只需要承担较低的风险。

由于可转换证券成立条件的限制及因较高利率所产生的“可转换贴水”(convertible premium)，将债券转换成股票一般少有赚头。

美国航空公司可转换债券

	当前	价格	情况 1*	情况 2*
	殖利率	4/27/95	股票一年内下挫 28%	股票一年内上涨 39%
普通股	0%	$68	$49(－28%)	$95(＋39%)
可转换债券	6.26%	$98	$85(－6.5%)	$121(＋30%)

依股价历史资料预估的可能的涨跌幅

资料来源:《商业周刊》(*Business Week*)1995 年 5 月 15 日,148 页。

特别股

特别股是一种混合形态的证券。就像普通股一样，它们代表公司的所有权，而且有一定程度的投资报酬率及优先于普通股股息配发的利息收益。即使某年度暂停配发特别股股息，这些应该配发的股息也可以累积，优先在未来发放普通股股息之前发放。特别股可说是非常类似公司债，也应该被视为公司债来评估的有价证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于投资人是为了殖利率而购买特别股，因此企业是否有能力发放当初所承诺的股息遂成了当务之急。其次，这家公司的负债应在可控制范围之内，而其收益也应该能够支付公司债与特别股的利息（至于收益到什么程度才能应付利息支出，请看本章稍后“垃圾债券”一节）。

如果特别股是可转换的，或是附加认股权证的，那么投资人一定得考虑普通股的内在价值。因为特别股的可转换条款只在股价上涨时才生效，价值投资人在评估时一定得把获利力纳入考虑才成。通常，投资人不会打定主意要把特别股转换成普通股，但如果市场行情出现急剧变化，或许转换反而是一个明智的选择。下一章会有进一步说明。

巴菲特投资所罗门公司与美国航空时，都是购买特别股；其着眼点就在于特别股的股息。美国航空的确支付其特别股股息，然而1995年第一季柏克夏·哈撒韦公司注销了2.685亿美元的坏账，相当于75%的投资总额。巴菲特解释说，注销这笔坏账是为了反映美国航空走低的股价，而且是“非暂时状况”。

虽然所罗门公司有能力配发股息，但是这项投资银行业务的投资却花了巴菲特许多时间和精力，还担心其选择是否正确（所罗门这家公司曾因违反国库债券拍卖法规而被证券管理委员会调查，巴菲特因此从欧马哈千里迢迢赶到纽约，暂时代理经营这家投资公司）。不过，巴菲特终究还是赚了一笔。他在1987年买进了7亿美元的所罗门特别股，每年配发9%的利息，为柏克夏·哈撒韦公司的银行账户注入6,300万美元的现金。这笔钱还有相当的免税优惠，因为特别股的股息收入当中有70%是可以免付企业所得税的。

柏克夏·哈撒韦公司可以把特别股中的1/5，在1995年10月31日之前，以每股38美元的价格转换为普通股，或者换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成现金。巴菲特选择把这些持股转换成现金,此举向投资大众透露了几个信息:不是对所罗门公司的长期前景没有信心,就是觉得超出每股38美元的价位已经过高。

认股权证

认股权证(warrants)通常与债券或特别股一起发行。持有认股权证的投资人可以在某个特定时间、以特定的价格(通常比发行时的市价高)购买特定数量的普通股。投资人一方面可以握有固定收益的投资标的,一方面还可以享有股价上涨的投资潜力。

在特殊的企业财务调度状况下,认股权证常常扮演添加剂的角色,以让固定收益证券变得更有吸引力。认股权证通常也是问题企业重组(restructuring),或是较不抢手的新股发行时常用的手法。对于投资人来说,认股权证就是额外附送的小小甜头。

认股权证是名称也是形式,常常本质上为低价股,同时又是对于企业未来前景看好的长期作多的期权。换句话说,认股权证会稀释所有普通股的价值。投资人在考虑一家公司流通在外的股数时,一定要假设认股权证会全部被执行;但在估算认股权证价值时,并不需要拿它和债券或特别股相提并论。"把认股权证看成一种投机性的高等证券。"《有价证券分析》一书如是说。

格兰汉姆与杜德指出,认股权证可以以人为操控方式运用,但其中蕴藏着重重危险。评估认股权证时,需有下列几个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素来配合：

- 较低的价格
- 较长的存续期间
- 认购价格接近市场价格

就保守的经验法则来说，投资人不应该对认股权证付出任何多余的代价，如果认股权证出现价格被高估的现象，那么这锅汤就真的已经甜过头了。

赤裸裸的套利

90 年代初期，苏联解体，脱离了共产主义阵营，一个退休的的理发师发现她家附近市场卖的衣服，要比她女儿住的莫斯科市场卖的贵得多；她领出了积蓄的 2,000 卢布，在较便宜的市场批发了许多衣服，再把这些衣服拿到她家附近的市场上卖。在未经过任何资本主义的启迪下，她发现了套利的原理。

套利——意图以较低价格买进证券，再以较高价钱在短时间内转手卖出——是专业投资人迅速致富的方法。套利可能涵盖了购并、接管，或者是极为极端的状况——买下一家公司然后清算它的资产。

套利的"概念与执行都很简单，但是机会却少之又少。"英国《经济学家》(*The Economist*)杂志如是说。

清算套利

格兰汉姆第一次在华尔街扬名立万是 1915 年（那时他只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有 21 岁)，他研究冈根汉钻探公司的解散案例。冈根汉是一家控股公司，握有许多在纽约证交所上市的铜矿公司股权。格兰汉姆分析这家公司的资产状况如下：

	市场价值 1915 年 9 月 1 日
冈根汉钻探公司每股价格	68.88 美元
冈根汉钻探公司投资的其他上市公司股票	
0.7277 股的 Kennecott Copper **公司，每股** 52.50 **美元**	= 38.20 美元
0.1172 股的 Chino Copper **公司，每股** 46.00 **美元**	= 5.39 美元
0.0833 股的 American Smelting **公司，每股** 81.75 **美元**	= 6.81 美元
0.185 股的 Ray Consolidated Copper **公司，每股** 22.88 **美元**	= 4.23 美元
其他资产	= 21.60 美元
总计	= 76.23 美元

这个简单的数学计算说明，以每股 68.88 美元的价格购买冈根汉钻探公司，然后再清算该公司资产（每股 76.23 美元)，可以套利获得相当于每股 7.35 美元的利润。一个月的投资报酬率达 10.7%，这可以说是极佳的投资。

当然，这其中也有风险——股东可能不愿意解散公司、所持有公司的股价可能在资产清算完成之前开始下跌、法律可能开始介入等等。即使如此，格兰汉姆的公司仍然同意对冈根汉采取套利操作，而该公司的解散情况也正如同格兰汉姆所预测的一样。

接管或购并套利

买进低价股的价值投资人，经常要面对所投资的企业收购、合并、接管的潜在可能；而发动购并攻势的公司，也正和投资人一样，看见了价值被低估的资产。收购一家价值被低估的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司，也就等于以相对较低的价格达到了资产、销售额甚至产品市场占有率增长的目的。

1995年夏季，企业合并的风潮弥漫华尔街，输赢立见；但是赢家却有打败仗的感觉，因为他们并没有拿到他们原先所期望的战利品。对于套利者来说，失望的机会尤其高，因为他们只有在像传言所说的接管成真时，买进股票才真正有利可图。

例如原本以为可以从普强生公司（一家小型、价值被低估的制药厂）股票中大捞一笔的投资人，就尝到了希望落空的滋味。普强生公司后来与欧洲籍的法尔玛莎公司谈妥了一个合作性的合并案，合并后两家公司每年可以省下5亿美元的费用，合并成立的公司每年每股收益可以增加0.65美元。

虽然这个合并可以让两家公司同蒙其利，在市场上重振雄风，但华尔街开始称呼这家公司为“下”强生（Downjohn），并且把这个合作案说是“走下坡”。原因在于收购套利者冀图出现抢手竞标的场面，以便把股价拉高；套利者对于握有这么一家收益获利前景看俏的公司并不满意，他们总是喜欢迅速致富，甚于正常获利。

出人意表的整套组合

最好的交易往往出人意料。拥有一双敏锐的眼睛、懂得鉴别价值被低估的标的投资人，是可以在套利者之前捷足先登的。在IBM宣布买下莲花电脑之前，购并买进这家软件制造商股票的人都狠狠赚了一票。IBM以超过近乎一倍的股价买下莲花电脑；IBM原先出每股60美元的价钱，到收购案完成之前是已经升到每股64美元。这个购并案同时也是IBM历经将近10年的整顿、股价连连走低、创下历史低点之后的起步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莲花电脑有许多一时困顿，但具备长期基本面极佳的公司特征。1994 年莲花电脑在首度出现赤字时(紧接着 6,800 万美元的收购费用支出之后)，进行了一次组织重整。事实上，莲花电脑产品原本可以提早切入市场，但因其管理阶层对于视窗系统的市场前景判断错误，以至于营业额节节下滑。除此之外，部分莲花电脑的产品并未能有所表现，业绩也因此受到影响，莲花电脑的股价也因此由 1994 年的 86.5 美元高点，重挫至 1995 年的 25 美元。

但回顾该公司过去 10 年的表现，莲花电脑曾经创下营业额每年增长 30.5% 的纪录，收益增长也达每年 15%。尽管利空消息频传，这家公司的流动资本仍然强劲，而其流动比率也保持在 2.5 的正常水准。定性因素方面，莲花电脑的管理阶层展现了优秀的管理能力与长期的增长绩效——特别是和电脑软件业相比，更属相当长期的优异表现。

甚至不需要动用增长型股票的宽限额，运用内在价值的公式来看，莲花电脑也够格作为价值投资的标的。以 1994 年每股收益 1.08 美元、平均收益增长率 16%、平均公司债殖利率 7.37% 来看，内在价值公式如下：

$$E(2R+8.5)\times 4.4Y$$

或

$$\$1.08(2\times 16\% + 8.5)\times\frac{4.4}{7.37}=\$26.11$$

换句话说，IBM 提出超过内在价值两倍的购并价格时，莲花电脑的股价已经极为接近计量的内在价值。当然，IBM 在进行购并案的计算时，也考虑了定性的因素。

IBM 与莲花电脑之间的动态颇为复杂，但原理却极为简单。投资人只要早一步认定莲花电脑是价值投资标的，先驰得点，而后静待事件发展，坐收成果……。这也是为什么有耐心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价值投资人可以享受非凡投资利润的原因。

两相对等的合并

对于价值投资人来说，最简单衡量的套利收益，同时也是最有赚头的套利收益，就是有人对被购并公司提出现金收购的时候。但如果是股权互换、或是两相对等的合并（merger of equals），就必须评估新公司、或是合并后的公司状况了。如果新公司合乎价值投资的标准，那就应该继续持有它；如果不是，例如新公司因为合并而负债累累、缺乏规模经济效益、也没有因为删减重复经营的部分而降低费用支出，则大可获利了结，把目标放在新的价值投资标的上。

落袋为安总是比继续持有来得稳当，如果投资人决定卖出，而且也的确有利可图，则最好尽快出场；但如果投资人有能力决定继续持有，也许得等上一段时间才会开花结果。

套利法则

由于事件仍在未定之列，套利个案通常比所提出的购并价格低上 1% ~5%；案子可能顺利完成，也可能延宕多时以至于基本面改变而利润尽失。套利者通常希望在短短几个月内赚取 5% 的资本利得。

在套利情况中，应该注意的重点是：

- 股价比购并价格为低；
- 是善意的购并；
- 购并资金调度简单；
- 与公司价值相比，购并价格合理；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 预期年投资报酬率至少在 25% ~ 30%。

由于竞争相对不激烈，知名度较低的公司往往是较好的套利对象。格兰汉姆在当投资经理人的时候，在套利方面也颇有所获。不过在投机套利者比比皆是的今天，股价会很快逼近购并的开价，因此也缩短了可以建立套利头寸的时间。

破产企业

当绩优公司面临厄运的打击时，有许多保护条款是破产法庭宣布重整时必须认定的。当上市公司宣告进入“破产第 11 章”(Chapter 11 Bankruptcy)时，通常会有两种状况：

- 如果可能的话，这家公司会受到债权人保护，直到公司度过难关为止。
- 股价直线下挫、债券价格跌破面额。

如果这家公司无法度过“破产第 11 章”就进入解散程序，公司会卖掉所有的资产；债权人，甚至无法履约的公司债持有人，都可以获得清偿，之后剩下的钱才归股东。而对最后无法履约的公司债，如果有足够资产支付债务，公司债持有人最后都可以获得清偿。

因此，成功的破产套利必须把焦点放在企业的有形资产上。够格称作特别情况的破产公司，必须满足下列两个条件：

- 以资产来衡量时，有较大的安全边际。
- 脱离破产状况的机会较高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不管这家公司最后是否能摆脱破产的命运，只要该公司的资产价值够高，且股票或债券价格够低，投资人都已经拥有安全边际了。虽然在破产案例中难得一见，但公司可以死里逃生，躲过一劫总是好事。至于解散，那就没完没了，不容易全身而退。当企业从破产中重生时，通常债务已经解决，而股价也会有戏剧性的回升。

垃圾债券

垃圾债券就像在清仓拍卖中所找到的东西——大多是价值有问题的旧商品；但正如逛街的人都心知肚明，旧货当中还是可以找到宝物。笔者曾经碰过一个人在1995年的清仓拍卖中，以1美元的价格，买到了第一版的《有价证券分析》；这个版本如果保存良好，可以超过1,000美元。对于卖方与大多数浑然不觉的逛街者来说，这本书只是一个保存良好的垃圾。

该怎样以金融用语来形容“垃圾”呢？垃圾债券就是不到投资等级的债券，通常被信用评鉴机构评定为BB或BB以下。要达到可接受的标准，一般工业企业的税前收益应该是利息支出的5倍以上；但垃圾债券的这项比率却往往只有1.3或者更低。

由于麦克·密尔肯从垃圾债券的交易中，赚跑了投资人的手续费，而使得“垃圾债券”声名大噪，其他因为垃圾债券而口袋满满的人也不在少数。

对不起

1983年华盛顿公共电力公司为了兴建核能发电厂第四、五期工程，所募集金额高达22亿美元的债券无法兑现的事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件，震撼了金融市场。这家公司也因此获得“糊弄”的绰号。而当巴菲特在柏克夏·哈撒韦公司的年度股东大会中透露，他已买进华盛顿公共电力公司第一、二、三期工程金额高达1.39亿美元的债券时，这个震撼也从美国西北部蔓延到中西部。

这个债券吸引人的地方在哪里？由于这家公司有无法履约的潜在问题，巴菲特可以用较多的折扣买这个债券，尤其这些债券有坚实的资产做后盾，使得柏克夏·哈撒韦公司从华盛顿公共电力公司债券中赚取了16.3%的免税利率，平均年收益达2,270万美元。

虽然巴菲特并不重视债券，但当价格诱人的债券出现时，他也很少放过。70年代，他以打对折的价钱买到了克莱斯勒公司的债券与宾州中央公司的债券；1989年与1990年，巴菲特还买了纳比斯可公司的垃圾债券。

当评鉴等级较低的债券价格极为便宜，让人心动想要购买时，请检视发行公司的存活能力。发行公司的债券品质，不可能优于其资产与获利能力；但在公司清算时，债券投资人的权益却先于股票投资人，这倒是个好处。

首次公开上市

机构法人与专业基金经理人常常从首次公开发行承销案中，获得极高利润，不过散户投资人却很难从中分一杯羹。机构投资人可以事先下一整笔的预购，但除非是特殊案例，一般投资人很难这样做。当某支股票大张旗鼓地进入市场时，散户投资人通常只是个点缀罢了，这种股票一旦开始发行，往往在很短时间内股价就会一飞冲天，散户投资人顶多能在上市后买进、追随涨势而已。而首度公开上市的热头一过，股价就会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 了解这个新股上市案怎么买下原始股东的股份。如果这次的首度公开发行仅仅是为了让原始股东取得现金，新投资人就得查清楚，如果公司前景股果真看俏，原始股东为什么还想出场了结。

如果投资人找到了体制坚实的首次公开上市的新股，而且能以承销价买到股票，那真是值得恭喜。经办新股发行的承销商，通常会把承销价格定在略低于企业内在价值的价位，因为他们希望这家公司可以尽量筹足他们想要的资金，但如果投资人以较低的价格买到股票，之后其股票却不动如山，他们可能会有上当的感觉。

我们说首度公开上市的股票是难度较高的投资工具，是因为这些进场的上市公司，大多希望尽可能在多头市场中募集最多的资金。多头市场常见的高股价，叫做“机会之窗”，而当市场走势逆转时，公开上市股票的股价表现就无法尽如投资人之意。

廉价股

投资新手往往很难分辨特别情况与低价股之间的差别。这些价格极其低廉的股票（通常在5美元以下），大多在店头市场(over-the-counter)填写粉红色的交易单进行交易；它们不是在加拿大温哥华证交所注册，就是来自其他罕见的国外交易所。应该特别提防的是包装成有动人远景、对社会有益的科技或是极稀少/高价商品等的公司。

黄金、白银、贵金属、石油钻探都可能被刻意地过度膨胀。这些类股充斥的温哥华证交所股市作手的目的，就是希望能抢在多头的前面进场，然后在股价漫天飙涨、多头纷纷进场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之前抽身。这是赌博游戏最残酷的一面。格兰汉姆与杜德说：

投资大众应该切记，当某一个产业特别容易筹措资金时，不公平交易与该产业本身过度发展的危机，也会逐渐变得真实起来。

结 语

评估股票是否合乎“特别情况”的条件，投资人必须要做更多的功课，并进行几项重要的评估程序。当一个交易看起来好得令人不敢置信的时候，通常它真是如此。幸运的是，特别情况的确存在，当它们出现的时候，一个老练、头脑清楚的投资人就可以庆幸其带来的好时机。也正因为有这么多惊奇的事物发生，股票市场才变得迷人有趣。

“一厢情愿地认定股票的价值纯然取决于企业收益除以利率，然后再用边际税率进行修正，就和当年人们盲目地火烧女巫、一时兴起从军、为反抗斯大林而起义，以及当奥森·威尔斯广播宣布火星人登陆地球时信以为真等行为没什么两样。”甘瑞特指出。

同时，请不要忘记……

- 投资法则是被写下来进行研究，然后依据情况修正使用的。“大多数人宁死也不愿改变，往往也因此而丧生。”伯特兰·罗素指出。价值投资人可以在必要的时候做改变。
- 注意报章杂志上关于特别情况机会的头条新闻。破产、无法履约、公司的大灾难等都是大消息，也为特价品摆好了展示台。当一家公司的声誉或信用受损时，要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

筹集新款一定得有诱因。

- 认股权证的价值类似期权，是以股票的价值为基础的。
- 特别情况的投资一定要有内在价值，而且这个价值必须清楚可见。“我们从来没有坐下来写公式，我们用脑袋做判断。我们喜欢明显、不需要运算数字的决定。”巴菲特如是说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10

致富的真相

价值投资法是标准的经济学。逻辑化、不带情绪、合理地思考现在所做的事。

安德鲁·魏斯

一个每当市场走势逆转就向交易员大发雷霆的投资人，有一次告诉他的朋友，价值投资法对他来说，就像是看着草皮生长一样。“也许吧！”他的朋友回答，“但我所知道的价值投资人，是坐在全世界最好的乡村俱乐部里看着草皮生长。”

想要在这个市场中找乐子的人，会在这里看见许多好戏上演；想要以有限风险累积资产的人，也大有可为。每一个人都可以运用价值投资的法则管理其资产，甚至可以建立一个高报酬率、持久的投资组合，而不需要厚重的学术研究报告、一页又一页的走势图，更不需假手口吐莲花、只想赚取手续费而操作绩效平平的投资顾问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就如同巴菲特所说，许多投资人发现，价值投资法就像一个在神学院苦读多年的人，皓首穷经最后才发现，其实只要懂得“十诫”就一通百通。

向优等生学习

至于如何证明价值投资法有效，最令人信服的证据就在于采用价值投资法而有过人绩效的基金经理人及分析师的人数，“我总认为，刚开始起步的人应该找寻已经证明长期成功的方法，然后依样画葫芦。令人惊讶的是，这样做的人实在少之又少。”巴菲特叹道。

价值投资的精华

尽管如此，还是有一群死忠的信徒相信：找出价值被低估的股票，买进持有到该股票价值上涨，然后获利了结，才是投资人应遵守的行为准则。如果某支股票展现其未来增长源源不绝的动力，就应该一直留在投资组合当中。和投机者不同的是，价值投资者以“买公司”的态度来买股票，格兰汉姆因此建议：

真正的投资人应该要能在投机大众过度乐观与过度忧虑的重复行为当中，找出机会。

真正的价值投资人很少，但是每一个时代，总有一些人看见这道明光。“我必须承认，尝试这种方式一次、多次之后，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经对它奉行不渝。”投资经理人布兰迪指出，“我已经看见结果，我知道它有效，可以为善用这种投资原则的人创造财富。”

越简单越好

尽管格兰汉姆的投资方法为他和学生带来了财富，但终其一生格兰汉姆都不断在研究改进其投资技巧与知识。在他82岁的时候，他对于自己一生的研究做了一个总结：

我相信只要使用一些技巧和几个简单的原则，就可以投资成功。重点是要有正确的投资通则，并且奉行不渝。

格兰汉姆外一章——电脑

格兰汉姆与杜德的法则应该可以使用电脑计算的结果作为选股的依据，这个论点听起来似乎合情合理。但到目前为止，没有任何一个投资大师成功地把他们的学理运用在电脑科技上。

格兰汉姆并没有使用电脑，巴菲特虽然用电脑和远方的朋友玩桥牌，也没有倚赖电脑做投资决策。后者的生涯开始时（格兰汉姆则是结束），电脑科技尚在萌芽阶段。

显而易见的，电脑并不能取代人脑的判断，但如果格兰汉姆能够恭逢其盛，他可能会对电脑着迷。许多专业投资人与散户投资人如今都广泛使用电脑作为工具。

格兰汉姆也许会发现电脑有下列四个用处：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 收集企业的资讯；
- 记录资料——储存股票和投资组合的资料；
- 追踪投资组合的表现；
- 分析数字(不过这往往是使人迷惑的地方)。

有时人们很容易以为，放进够多的数字之后，电脑软件就可以做出比自己更好的决定。电脑当然不能做最后的决定，它没有办法处理定性因素；但电脑是绝佳的操控器、仓储中心与展现资料的工具。专业投资人会藉助资料丰富的资料库过滤各式各样的程式，以及其他各种为它们量身订做的投资产品，来达成他/她的投资目标。凡此种种所费不少，但对于管理数百万美元资产的专业人士来说，复杂的程式确有其实用价值。

专业的和谨慎的投资人为了方便寻找资料、节省时间，会采用市面上买得到的套装软件，或是网上服务公司例如神童、电脑服务、奇异与美国在线，或利用网际网络。

在电脑硬盘中安装专业的投资软件是不错的方法。有了这样的软件，不需要上网或通过数据机，或其他需要付费的服务，就可以做你想做的事。如果你已有个人电脑，只需付软件费用就够了。

而如果你想要查询最新的股价，通过电脑做网上交易或连续追踪投资组合的表现，那就非使用电脑线与数据机跟外界连线不可。有些线上股票研究公司也许可以提供一些有用的服务。

你可以从很多地方取得帮助你建立投资组合、追踪投资组合变动、买卖股票的程序。富达、查尔斯·史瓦布、快克瑞利是几个有能力领导这方面服务的券商，不过新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的竞争者也与日俱增。

另外一个比较简单的取得投资资讯的方法是订阅网上服务。大多数的网上服务公司提供的服务都大同小异，只是表达方式、色彩、图形、名称不同而已。举例来说，美国在线就提供了最多、最广泛的信息，但并不是所有的信息都对投资人有用，必须视投资人的个性与投资目标而定。

美国在线与大多数的网上服务公司，都会与主要的报章杂志签约，提供新闻与文章给客户阅读。新闻是以一小时一次的速度更新，涵盖经济、金融市场预测等种种信息。共同基金投资人可以从许多管道找到信息来源，甚至直接来自基金公司本身；近来晨星这类评比公司也已经上网提供服务。这些财务网络专区有许许多多的聊天室，让会员彼此讨论、问问题。然而这些被提出来讨论的问题，往往过于琐细、平凡，要不就与价值投资人的议题大相径庭；而且当发问者提出问题时，无从知道回答的人是谁、有什么凭证可以回答这类问题。不过，投资人仍然表示从聊天室里获益良多，甚至有些信息直接来自被讨论上市公司的员工。

评估一个网上服务公司资讯是否有用，最好的方法就是申请入会一个月（通常首月会提供一些免费时数），尽可能尝试了解它所提供的服务再做决定。

以下是我使用美国在线的经验。我利用美国在线建立了一个投资组合。只要登录股票报价与投资组合这两区，根据荧幕上的指示操作即可。任何时候只要想知道某一支股票的变动头寸、现值或整个投资组合的总值，只要登录美国在线，拉出我的投资组合档案，一份根据 15 分钟以前报价的投资组合的总值，就会出现在荧幕上；买进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合迄今为止的股价涨幅也会表列在上面。我可以下载整个投资组合到个人电脑上，下次就可以离线阅读。

想要买进或卖出股票时，我会查看胡佛企业档案。这家公司提供了企业的历史资料、营运状况说明、员工资料、资产负债表与损益表，以及股票交易资料。PC 财务网络则提供企业年度报告。

发现资料太旧或太少的时候，我会利用美国在线连上网际网络，使用美国证交所的爱迪加资讯服务。这些在过去可能必须付出昂贵代价或是旷日费时才能找来的美国企业的资料，现在却可以通过爱迪加免费查询。美中不足的是，只有提供电子资料的公司，才查得到档案资料。1995 年在 15，000 多家上市公司当中，只有大约 8，500 家提供电子档案，可以通过爱迪加查询。所幸登录电子档案的上市公司已快速增加。一般而言，规模最大、前景看好、最抢手的上市公司，通常也是最早上网的；所以如果是热门公司，找到企业 10-K 或其他文件的可能性是很高的。

完成公司研究（并把我想要保存的资料下载到个人电脑中）之后，接下来我会再通过股票报价与投资组合部分查出股票价格。当然，这中间与真正的市价有 15 分钟的时间误差，但对于不是做对冲交易的人来说，已是绰绰有余。

有些证券商提供了网上交易的账号，另外有些公司则专门提供网上交易服务，PC 财务网络是最大的公司。电脑服务则刊载有 E*Trade 的广告，该公司的来往券商快克瑞利可以通过美国在线与电脑服务进行电脑交易，但我没有采用这种方法，因为快克瑞利对电话交易提供了更高的手续费折扣（而价值投资人应该尽可能锱铢必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较)。

美国在线与其他网上服务公司，还提供了一项受投资人欢迎的服务——评估检视各种投资软件，喜欢的人可以用很低的价格下载取得这个软件。这些投资软件的内容可以说是让人目不暇给，有计算贷款给付与分期摊还的图表、有基础的投资组合管理功能、有巴菲特股票评估模式、增长型股票速算表，也有技术分析。至于共享软件，使用者也许会发现它和自己电脑里已有的软件不相容；但如果相容，则会是取得软件很方便的方法。

像美国在线、电脑服务这样的资讯服务，对于经常上网、面对大量资讯的人来说，可能一点也不酷。网际网络是有趣的，但对投资人而言，并不像听起来这般神奇。许多“首页”都是政府单位、企业，或是证券经纪商自说自话、招揽顾客的资料。每天在网际网络上有许许多多的销售噱头、夸张不实的报道以及垃圾资讯。举例来说，我有一次寻找可口可乐的资讯，在可口可乐的标题下找到一个资料量很大的档案，以为是很重要的档案，一腔热情地下载到个人电脑上，才发现是一张巨幅、反对可口可乐的图形。当你必须计时付费，却发现自己浪费 10 分钟的时间与金钱下载垃圾档案时，真教人沮丧。

除此之外，网际网络现在已经逐渐成为非法套利者、操纵者与股市作手充斥的黑暗世界。过去在电脑交易中心出没的作手，现在在网际网络上找到了许多好欺负的傻子。高科技与软件公司股票，对于学电脑出身、经常上网的人尤其有吸引力。由于听多了从事软件致富的 16 岁百万富翁的故事，这些人也很容易受骗上当。但上述这些危机，并没有因此让投资人对网际网络却步。下面几个网际网络（或是全球资讯网——world wide web, www）的地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

址可以帮助投资人找到可靠的资讯：

- 企业与共同基金证管会档案——
  http: //town. hall. org/edgar/edgar. html
- 延迟 15 分钟的股票报价——
  http: /www. secapl. com/cgi-bin/qs
- 上市公司网址查询——
  http: //networth. galt. com/www/home/insider/publicco. html

其中最好用的是美国证管会的爱迪加，前面已经介绍过，此处不再赘言。网际网络的变化日新月异，所有投资人都应该经常上网，以免落伍。

要注意的是，完全通过电脑投资可能会过犹不及，甚至倒果为因。投资人可能因此花费许多时间浏览资料、下载许多根本不需要的文件，甚至斥资更新硬件软件等。每天、每分钟地追踪投资组合绩效固然新奇，但也可能因此带来不必要的焦虑，甚而让人过度反应、增加交易次数。

网络上有太多可看的东西以及可做的事，投资人可能而迷失于“在投资市场赚钱”的目标。

三大基石

格兰汉姆致力宣扬的简单的戒律，可以作为投资人航行股海时所仰赖定位的北极星。没有追逐天边彗星的压力、但是愿意赚取健康合理报酬率的散户投资人，特别适用格兰汉姆的投资法则。价值投资不是技巧，而是一种哲学，它无法用简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单的公式或是检查表一语带过。价值投资法建立在一个概念上，那便是：投资人应该寻找廉价品，同时，有许多方法可以辨识出廉价品。格兰汉姆的哲学正是建立在下面三个基石这上：

- 投资方式：要用投资者的态度，而不是投机者的态度：

投机者可以定义为不在意股票的内在价值、希望从市场波动中获利的人。而真正的股票投资人则是：(1)在股价有适当价值支撑时买进；(2)在市场已经有相当程度涨幅、投机气氛浓厚时，减少手中持股。

格兰汉姆不讳言，经过教育的投机在证券市场占有一席之地，但投机者应该更深入地研究、追踪投资，在股价下挫时，勇于认赔杀出：

想要从投机获取大笔收益的人，一定要有足够的理由认定他比下一个人更聪明。如果他真的比别人聪明，他的运气会很好。

- 安全边际：这是一个模糊却又重要的概念。“这个过程没有办法精确化——如果你认为可以，那一定是在开玩笑；”巴菲特建议，“你得建立安全边际，但不需要算到小数点后面的三位数。”
- 内在价值：“内在价值主要受资本的长期收益所影响。内在价值不只是在买进当时列入考虑而已。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

检查的重点

以下有几个格兰汉姆在其演讲与著述中一再强调的简单易懂的重点，其中有几个建议是技巧性的，但大多数的建议着重在鼓励投资人建立正确的态度：

- 了解买价：把该公司股价乘上在外流通（未稀释）的股数。然后扪心自问："值不值得用这样的价格买下这一整个公司？"拿这家公司的股价和其他看来适合投资的公司股价做比较。
- 继续寻找特价品：格兰汉姆以采用"净流动资产价值法"评估股票市价而驰名。买到股价低于净流动资产价值的股票，就等于买到了特价品，因为固定资产这个部分等于是附赠的。研究显示，在股价跌至净流动资产价值之下时买进，而后在两年之内卖出，这种操作方法的平均报酬率可以超过 24%。

尽管格兰汉姆承认低于净流动资产净值的股票已经越来越少见，但一旦这种股票出现，这种评估方式只是"开始"而已：

如果投资人对于这家公司的前景觉得忐忑不安，顺从这样的不安、放弃这家公司、把目标转移到其他比较不会令他担心的股票，也是很合逻辑的。

格兰汉姆现代的门徒则采用更多的渠道寻找企业隐藏的价值，但仍然心存疑惑："这家公司究竟值多少钱？"巴菲特把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重点放在企业营运的品质上，以此来修改格兰汉姆的公式；有的人则以企业赚取现金流量的能力、股息的品质与可靠性等因素作为评估标准。

- 运用内在价值公式确定股票价值：格兰汉姆提出了一个鉴别股票是否价值被低估的简单公式，投资人只应该在股价接近或低于内在价值时买进。虽然价值投资法的长期实行者指出，死板地遵循公式并没有带来较高的投资报酬率，但是这个概念却历经许多市场的考验而仍然屹立不倒。公式中考虑了企业每股收益(E)、预期成长率（R）、AAA级公司债的殖利率（Y）等因素。

  股票的内在价值等于：$E(2R+8.5)\times\dfrac{4.4}{Y}$

- 口袋型计算机就已足够：喜爱数学的格兰汉姆自己就说：

就华尔街44号的经验与研究，我从来没有看过任何关于股票价值或投资策略的可靠计算方式超出简单的运算或基本的几何范围之外。当需动用微积分或高等几何时，应该把它视为一个警讯：这表示操作的人正冀图以理论来替代经验，也通常替投机披上一层投资的外衣。

- 放松：请认清事实，没有人可以正确地抓准股票或股市精确的“内在价值”。安全边际可以让人心平气和。
- 对企业的数字不要太当真：企业未来的获利能力是推动股价上扬的动力，但投资人对以现在状况为基础所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做的预测一定要保持警觉。虽然现在的证券法令比格兰汉姆时代的严格，创意十足的会计方法仍然可以捏造企业的获利数字。投资人在阅读企业相关的文件时，特别应该对企业的保留收益、会计制度变更与财务报表的注解多加留意。

至于对未来的收益预估，任何来自错误的预期与国际金融的意外事件，都可能改写企业的蓝图。此外，投资人应该尽可能做最好的评估，然后以结果来做投资决策。

格兰汉姆看风险分散

格兰汉姆风险分散的第一法则就是划清股票与债券或债券等价物的分际。不管任何时候，投资人都应该把至少25%的资产放在股票上，另外25%放在债券上，以保证最起码的获利率；其余的50%则视哪一类投资工具可以提供较高的投资报酬率，酌量分配适当的比例。

还有一个通则，当主要指标（例如道·琼斯工业指数或标准普尔指数）的每股收益低于高品质债券的殖利率时，投资人应该远离股票市场；相反情况出现时，则应该侧重债券。

格兰汉姆风险分散的第二法则是，投资人应该建立一个含有够多种类证券的投资组合，必要时候，每一种股票只有少数股份也无妨。像巴菲特这样的投资人，对于选股极为谨慎，投资组合中的股票种类通常不超过一打；但格兰汉姆却通常持有超过75档的股票。典型的投资组合可以拥有5～30种股票；股票的品质越高，所需加入投资组合的种类就越少。散户投资人想要购买企业零股最经济实惠的方法，就是参加企业的股息再投资计划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 品质就是保证：投资人最常犯的错误有两个：不是买了品质不佳、永难翻身的股票；就是买了品质颇佳、但价格已经被高估的股票。良好的企业收益能力、坚实的股息配发历史、较低的负债与合理的本益比才是上上之选。
- 仰赖利息：一个长期（比方有20年之久）配息的历史，显示企业有实力，而风险也是较低的；根基不稳的成长型类股就很少配息。格兰汉姆表示，不配息的公司会在两方面损害投资人的权益——投资人不仅被剥夺了投资的收益，与其同类公司相比时，采取低配息的公司往往股价也较低：

我认为华尔街的经验清楚地显示，对待股东最好的方法就是，付给他们相对于公司获利能力与股票实际价值都公平合理的股息；这与根据获利能力或资产价值所做的正常评估是一样的。

- 大声反应：不管国会怎么说，股东都有自己应享的权利。如果对公司的配息政策、高阶主管的酬劳给付、购并方案等有不同意见，就应该提出股东的反击：

我想对不高兴的股东说一句话。就我个人浅见，这些不高兴的股东都还很客气。华尔街最大的困扰之一就是，在处理企业事务时，很难分清楚滋事分子或是“罢工请愿者”，与为了取得管理阶层及其他股东注意而有合法抱怨权利的股东之间的差别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 耐心终有代价：真正的投资人不会在乎每季或每年的进步。一档股票可能要花上3~5年的时间才会显现其全部的价值。投资人只应该在股票的基本面发生变化或特殊情况致使股价再无上涨空间时才提早卖出。
- 特立独行：不要盲目从众。格兰汉姆指出两个战胜华尔街的要素：正确思考与独立思考。就格兰汉姆自己的例子来说，投资人应该保持一颗开放的心灵，不断寻找安全、提高获利率的方法，千万不要停止思考。

结束语

专业的价值投资人到八九十岁，甚至终其一生都能持续成功地投资，这并非不寻常的事。四位价值投资界的老前辈都是专业的基金管理人：罗杰·墨瑞、艾文·卡恩、菲尔·卡瑞特与同时也是格兰汉姆客户的知名投资人罗伯·海布朗恩。罗杰·墨瑞是《有价证券分析》第五版的合著人，1994年他在哥伦比亚大学的一场价值投资说明会上告诉学生："多年以来，我们历经了所有你们想像得到的市场状况。"他指出："但是价值投资法还是最有内涵、最有用、投资报酬率也最高的一种方式。"

最后的忠告：享受自己的投资经验，买进、卖出股票，并建立一个刺激又富挑战性的扎实的投资组合。市场会不断变动，新的故事与新的情况不断产生；但如果有知识与"正确的态度"，伴随源源不断的乐趣，投资可以是终身的志趣。

格兰汉姆不是一个赌徒，宽厚仁慈的他，定然会预祝每一位投资人都能有真正的好运气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附　录

盖科传奇

“买进并持有”投资人的典范

1951年的一个星期六，巴菲特搭上了前往华盛顿的火车，准备拜访政府员工保险公司盖科的总部，当时的他还是个手脚细长、理平头的哥伦比亚大学研究生，站在这栋门禁森严的建筑物前面，他迟疑了半晌，不知道该找谁问话；终于，里面有一个清洁工敲着窗户向他打招呼。清洁工告诉这个20岁的研究生，楼上也许有个人可以回答他的问题。

这个人叫罗瑞莫·大卫森，是当时盖科的总经理，也是后来的执行总裁。大卫森花了星期六的一大段时间教导少年巴菲特关于保险业经营的来龙去脉。这便是柏克夏·哈撒韦公司与盖科公司结缘的开端。1995年巴菲特的公司以每股70元的价格卖出盖科公司49%的股权，共获利32亿美元。

“就个人观点而言，我要感谢盖科公司前任执行总裁罗瑞莫·大卫森，他44年前让我知道盖科的潜力，第一次使我大开眼界。”巴菲特在一次购并案的记者会中指出。大卫森现在已经91岁了。

盖科公司与巴菲特的故事，正是美国何瑞修·艾尔加传奇的再版。两者都证明，美国的成功源自于绝佳的创意与不屈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不挠的精神。盖科公司是巴菲特——这位年年荣登全美第一或第二首富所买进的第一家公司，他自己就把这家公司称做是"能力环"(circle of competence)。巴菲特从来不会投资他不全然了解的公司。巴菲特不只了解保险，他与盖科公司的关联早已超出业务范围之外。巴菲特在1951年拜访盖科公司总部，是因为当时格兰汉姆正是盖科的董事之一。巴菲特需要一家公司作为课堂报告的题材，他知道盖科会给他最好的学习经验，因为格兰汉姆是最懂这家公司的人。

格兰汉姆后来成为巴菲特的精神导师，他自己实际拥有盖科公司48%的股份，同时也是一手负责规划1949年盖科公司上市案的人，这个上市案后来成为华尔街最成功的案例之一。之后，盖科公司成为政府员工保险公司与其部分分支机构的控股公司，就此成为美国最大的汽车保险公司之一。

盖科公司是在大萧条时期，由一家得州保险公司会计出身的李奥·古德温所创办，他相信不通过业务员，而是直接把保险卖给低风险的政府员工会有商机。于是古德温于1936年，在他50岁的时候，以10万美元的资本额成立了盖科公司；华斯堡的银行家克利夫·瑞亚投资了其中75%。刚开始的时候，古德温和他的太太每天工作12小时，每月赚取250美元；第二年他们为了接近最大的市场，搬到了华盛顿特区，1940年之前，这家公司已经开始转亏为盈。

1948年，瑞亚家族希望卖出手中的持股，古德温在华尔街寻寻觅觅，一直到接触格兰汉姆-纽曼基金公司，并与格兰汉姆本人晤谈为止。

在经过一番检视之后，格兰汉姆一眼就认定盖科虽然有一些风险，但却是价值投资的标的。这家公司的资产状况不够坚实，这正是他所忧心的；再者，这笔投资所需的金额也很大，相当于格兰汉姆-纽曼公司25%的资产。格兰汉姆本性极为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保守,即使他个人每年的投资报酬率都至少维持在 17% (包括大萧条时期),也从来没有做过这么大的单笔投资。当时任职于格兰汉姆公司，本身也是一位优秀基金经理人的华特·史洛斯，清楚记得格兰汉姆当时的忐忑不安:“华特,”格兰汉姆对史洛斯说，“如果这家公司做不起来，我们可以清算它的资产,然后把钱拿回来。”

巴菲特在 1995 年以 23 亿美元买下格兰汉姆当年仅付出 72 万美元所买的相同股份。格兰汉姆入主盖科公司后,发生了一连串戏剧性的事件。首先，美国证管会立即要求格兰汉姆 - 纽曼公司取消这笔买卖,因为当时法令规定,基金公司不得投资单一保险公司超过 10% 。卖出盖科公司的人当然不可能取消交易，于是格兰汉姆与美国证管会达成协议，他会分别卖出盖科公司的部分事业部,然后把股份分配给格兰汉姆 - 纽曼基金的投资人。

盖科公司刚刚在纽约证券交易所挂牌交易时，投资人的反应非常热烈。这家公司的上市承销价格是每股 27 美元，之后卖出了一些事业部，又有几次的股权分割。1948 ~ 1972 年间,盖科公司股价的涨幅高达 28,000% 。

不过,盖科公司的成长并不尽然顺利。格兰汉姆与他的合伙人纽曼都是盖科董事会的成员，1970 年早期他们同时从董事会中退休。纽曼提名巴菲特为继任人选,格兰汉姆则写信给董事会的其他成员,为提名人选作背书。然而,董事会却以可能产生利益冲突为理由,否决了对巴菲特的提名。巴菲特在加入格兰汉姆 - 纽曼公司之前，是欧马哈一家基金公司的经理人，也投资了其他保险公司的股票。如果董事会让巴菲特加入,也许就不会有那么多的遗憾发生。1973 年,盖科的股价是 60 美元,到了 1976 年年中却仅有 5 美元。在盖科公司濒临破产边缘的同时,古德温和他的儿子双双自杀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在 1951 年走访盖科公司后，以他手中资产的 65%，也就是 7,000 美元，购买了这家公司的股票。在股价高点卖出所有的股份，而后在 1976 年以每股 3.18 美元的成本，买下盖科公司 130 万股的股份。接下来的几年，巴菲特不断增加对盖科的持股，直到 51%。

1996 年盖科购并案完成之后，巴菲特买进一些格兰汉姆子女继承的盖科股份。格兰汉姆的孙子为了支付念医学院的费用，卖掉了一些他继承的股份。同一年，格兰汉姆的曾侄女则发现自己有一些她祖母赠与、但受益人名字拼错的盖科公司股票。

巴菲特现在仍然没有担任盖科董事会的任何职务。不过，巴菲特在哥伦比亚大学的同班同学与好友，同时也是水杉基金创始人的威廉·卢安是董事会的成员。在投资界的圈子里，水杉基金是柏克夏·哈撒韦公司的主要股东之一。

保险事业是柏克夏·哈撒韦公司成功的关键因素之一；保险业务则占柏克夏·哈撒韦公司 213 亿美元资产的 85%。柏克夏·哈撒韦公司因为保险的投资组合买进盖科公司、可口可乐公司、吉列剃须刀、华盛顿邮报与所罗门公司等。其他如水牛城报、内布拉斯加州家具商场、喜思糖果等则是保险以外的事业部所投资的。

凡此种种也许仅仅说明，巴菲特投资盖科是出于情感的因素——为了满足年少时期想要拥有盖科的梦想。巴菲特自己常常说，格兰汉姆是除了他父亲之外对他影响最大的人。巴菲特已将近 65 岁了。难道因为格兰汉姆在盖科立下了彪炳功绩，而使得巴菲特以持有这家公司作为青出于蓝的证明？

巴菲特的投资看起来似乎不是出于情感动机，因为和格兰汉姆作比较，就像和敷衍了事的人同场竞技一样。虽然格兰汉姆是投资大师，但巴菲特指出，格兰汉姆是学者型的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人，因为他的兴趣在于知识性的挑战而不在于实质资产的取得。格兰汉姆与巴菲特的投资动机都无关乎贪婪,甚至早在许多年前,巴菲特的纪录就已经是格兰汉姆所望尘莫及的。

也许巴菲特把柏克夏·哈撒韦卖出美国国家广播电台的持股给华特·迪斯尼，所赚得的 20 亿美元投资在盖科公司上,只因为盖科是一个很好的投资标的。盖科公司的总资产约 50 亿美元，所以巴菲特事实上是以低于资产价值的价格买进这家公司。虽然盖科最近为了整顿房屋拥有人保险,进行了一连串的组织重整计划（该公司因为 1994 年洛杉矶大地震损失惨重),但还是有不错的 14% 股权报酬率。巴菲特曾经表示,他比较重视股权报酬率而不是资产报酬率，因此也比较偏好未来股权报酬率较高的企业。

巴菲特买下盖科公司的剩余股份也许还有另一个动机，他或许希望把投资限定在一些他可控制的公司，而不要在投资世界中任人宰割。在 1995 年柏克夏·哈撒韦公司的年度股东大会上，巴菲特解释再投资和处理公司庞大利润的困难，1965 年起柏克夏·哈撒韦的年投资报酬率就维持在 23% 以上。

“如果我们不配息，并且以同样的速度增长，我们就可以和某一段时间的国民生产总值相抗衡，实现这个想法指日可待。”巴菲特说。

本文首次发表于 1995 年 9 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名词解释

美国存托凭证(American depositary receipt, ADR):美国公民可以买卖国外公开上市企业的方法。凭证表示该外国企业的股票是有存款作背书、或是在美国金融机构控制之下;银行就是股东的股务代理与股息收受代理。

资产组合配置 (asset allocation): 将投资的资金分配在不同类别证券的方法——包括公用事业类股、美国工业类股、国外股票、债券等。研究显示,如果投资人可以事先预测在特定期间内最好的证券类别, 投资报酬率就可以明显提升。

资产负债表(balance sheet):展现公司在特定日期的资产、负债与自有资本的财务报表。

熊市;空头市场(bear market):依据股票市场的说法,大熊会在面对面时回头、开始逃走,虽然在一些国家公园,游客可能对于这样的说法不以为然。大盘向下修正、下挫时就是空头市场。

账面价值 (book value): 等于公司的总资产减去无形资产、负债, 再减去求偿权优先于普通股的股权。每股账面价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就等于账面价值除以流通在外的股数。特别股或第二特别股的账面价值，则还要再减去所有求偿权优于特别股(第二特别股)的股权，然后再除以流通在外的股数。

牛市；多头市场(bull market)：公牛会积极地发动进攻，多头市场也是。大盘攀升时就是多头市场。

商业周期变动 (business cycle movements)：股票市场或是类股的变动都是可预期的商业周期结果。举例来说，汽车、小家电、耐久性消费品都有既定的周期。这些周期会对股市造成深远的影响。

看涨期权 (call)：持有看涨期权的人，有权利在特定日期之前以特定价格购买特定股数的股票；相反的情况称为看跌期权(put)。

资本利得/损失 (capital gain/loss)：卖出资产的利润或损失，短期资本利得是在六个月内求现的获利。这类所得的税率通常低于正常的所得税率。

总市值(capitalization)：单一企业所发行的证券总值。

现金(cash)：在企业会计的定义中，这个项目包括了现金、可变现证券，或是任何可以暂时充当现金变卖的资产。

现金流量(cashflow)：公司的(税后)净利加上折旧、耗损、分期摊还等等的费用。

普通股(common stock)：公司所有权的一个单位。普通股所有人在特别股股东之后领取股息；在清算时的资产求偿权则在所有类型股票之后。

道·琼斯信号的确认 (confirmation of Dow Jones signals)：当道·琼斯工业指数，或运输指数到达新低或创下新高时，另一条线必须也出现同样的走势才表示趋势的确立。两种指数的任何一个，都能作为信号的先导。

特异独行者(contrarian)：与大多数投资人唱反调、逆向操作的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人。特异独行的人相信如果大家都认为某件事会发生，结果可能恰好相反。这是因为当大多数人相信某件事会出现时(例如，指数会大跌)，大家都会采取补救措施，结果刚好阻止了事件的出现。当人们相信股票会上涨时，会买进股票而使市场上扬；特异独行者则相信，他们应该找出被人忽略的股票，抢在价值飙涨之前买进。

流动资产(current asset)：现金，或任何可以在一年之内转换成现金的资产。

流动负债(current liability)：必须一年内偿付的债务。

流动比率(current ratio)：流动资产除以流动负债。这个比率的要求标准随着产业的不同而变动，大多数的分析师希望流动比率维持在2:1。

衍生性产品(derivatives)：一种投资报酬率来自特定资产例如债券、货币、商品等，或与这些资产相关联的金融商品。期货(futures)与期权(options)都是最常见的衍生性产品。越是诱人的衍生性产品，往往名字也越动人，例如反向浮动利率(inverse floater)、交换(swap)等。

稀释(dilution)：以低于现行股票市场的价格发行股票，来减少现有股东拥有股权百分比的方式。

分散(diversification)：以购买不同产业股票或债券、政府公债、货币市场基金等的方式分散投资风险。

股息(dividend)：企业将获利分配给股东。除了特定类别的股票外，配发股息是不具强制性的。普通股的股息可以改变，金额则视每年董事会的决议而定。多数时候，股息都是以现金发放；但也可能配发股票股息、股息凭条(scrip)、公司产品或是财产股息(property)等。

股息比率(dividend rate)：每年每股配发的股息金额。

股息殖利率(dividend yield)：股息相对于股票市价的比率。一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支市价 100 美元、配发股息 5 美元的公司，其股息殖利率就是 5%，有时又称为股息比率或股息报酬率。

单位平均成本法(dollar cost averaging)：不管股票价格多少，每月固定购买固定金额股票的投资方法。如此一来，投资人可以在股价下跌时买到较多股数，而在股价上扬时，买到较少股数。由于不会有在股价过高时买进过多单位数的风险，因此投资人买进的平均成本也较低。

双重底 (double bottom)：这是指股价下挫到达商业周期低点，上升，然后又下挫至与前次低点相仿的价格的情形。查尔斯·道指出，如果第二次的下挫接近且不低于前一次的低点，可能就是下一波强劲涨幅的起点。

双重顶(double top)：股价上扬的时候，股价可能出现反转的状况。如果之后股价再度回升，到达（或极为接近）前次高点，然后又开始滑落，就形成了双重顶的状况。查尔斯·道指出，由第二个高点下滑之后，可能就是股价重挫的开始。

道·琼斯工业指数(Dow Jones averages)：道·琼斯公司一共有 3 种指数：一是由 30 档股票组成的道·琼斯工业指数，一种是由 15 档公用事业组成的道·琼斯公用事业指数，最后一种是包含 20 档运输事业的道·琼斯运输指数。另外还有道·琼斯综合指数 (Done Jones composite index)，由 65 档股票组成。华尔街日报每周一次刊出所有股票及指数的平均表现。其他投资期刊上也会有类似信息。

道氏理论(Dow theory)：指查尔斯·道在 20 世纪初所提出的理论。道氏不仅提供了许多关于股票市场的深入看法；同时也是道·琼斯平均指数的创始人。道氏理论是观察市场趋势的参考，当道·琼斯工业指数与道·琼斯运输指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数同时到达新低或新高时，大盘趋势才宣告确立。现在最常运用道氏理论的是威廉彼得·汉弥顿(William Peter Hamilton)，是道氏过世之后数年继任的华尔街日报编辑。

每股收益(earnings per share)：公司(税后)净利除以在外流通股数。

获利率(earnings rate)：以货币为单位的年度每股获利。

获利殖利率 (earnings yield)：企业年度获利与股票市价的比率。一家年获利5美元、股票市价50美元的公司，其获利殖利率就是10%。有时又称做本益比比率。

企业价值(enterprise value)：一家持续营运公司的企业价值，也就是企业对股东的经济价值。

固定资产(fixed assets)：土地、建筑物、设备、家具等统称的会计名词。

基本分析 (fundamental analysis)：把股票视为企业所有权之一的投资哲学。

商誉 (goodwill)：会计上把企业的资产价值与购买者所愿意付出价值之间的差距，称为商誉。这同时也是公司的声誉、专利权、商标、地段以及其他足以带来企业竞争优势的品质。

收入表(income statement)：又称为收益报告(earnings report)或**损益表**(P&L statement)。这个报表反映了企业在一段期间(通常是一季或一年)的收入与支出状况。

无形资产 (intangibles)：一些企业难以衡量的资产，例如商誉、品牌、商标、租赁权、声誉等，在会计上就叫做无形资产。虽然无形资产可能被企业过度膨胀，但也有相当的Z价值。可口可乐的品牌就是很有价值的无形资产。

内在价值 (intrinsic value)：同企业的产品制造、对股东的真正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值等所衡量出来的企业价值；与该公司股价或说是认知价值不同。

求偿顺位较低的证券(junior security)：对于企业的资产与收入有较低请求权的证券，又称次等证券。举例来说，普通股的请求权就在债券及公司债之后。

杠杆操作(leverage)：使用借贷来增加购买力的方法。

清算价值(liquidation value)：一家企业在卖出所有资产并清偿所有债务之后所留存的现金。

融资(margin)：用信用交易方式购买股票。

融资催告(margin call)：证券商向积欠交易款项客户所发出的缴款通知。投资人此时可能必须卖出部分证券，以保证贷款仍然有效。

安全边际(margin of safety)：一种在评估潜力投资商品时必须预留错误空间的概念。建立投资组合、选择股票或债券时，都应该有所保留，防止出错误或出现意料之外的情况；就像工程师在造桥时要承造比原先预估还重的负荷量。有许多理论讨论如何达成安全边际的方法。

倍数(multiple)：本益比的同义词。

净流动资产价值(net current asset value)：流动资产与流动负债之间的差额。

净收入(net income)：减去所有支出之后的企业收入。

净净资产(net net)：资产减去流动负债，再减去长期负债。

营业收入(operating cost)：企业正常营运的收入减去税负之外的所有开销。

过度交易(overtrading)：考虑投资人的资源，以超出正常状况的金额进行融资交易。

账面获利/损失(paper profit/loss)：证券若以高/低于最初买入价钱的市价卖出。但因为投资人实际仍然持有该证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券,所以说是未实现的账面获利/损失。

面值(par value):企业首度公开发行证券时任意规定的价格。面值并不代表证券出售时的实际价格。

投资组合(portfolio):投资标的物总和。

本益比(price-to-earnings ratio):对于企业每1元获利所必须支付的金额。股价除以企业过去12个月的每股获利,就是本益比。举例来说,如果股价是26美元,企业收益是每股2美元,那么本益比就是13:1。本益比有时也称为倍数。

主波段(primary movement in the stock market):股市明显的上升力道,通常会受反方向的力量(请见次波段)所牵制。查尔斯·道指出,事先预估主波段的幅度是极为困难的。

损益表(profit and loss statement):经常被称为收入表(income statement),或P&L;这是说明企业在特定期间内收入与支出状况的会计报表。配合资产负债表与损益表可以清楚勾勒出企业财务的全貌。

公开说明书(prospectus):证券或共同基金出售时,所提供关于该证券或基金明细的文件。美国证管会通常必须在首度公开发行时,先后审核通过该份文件。

投票委任书(proxy):合法授权某人(通常是企业的管理阶层)在股东大会上代理他人(通常是股东)投票的文件。

看跌期权(puts):也就是put option,持有人有权在特定时间内以特定价钱卖出特定数量的股票。购买看跌期权的人,必须向卖出该期权的人付出价金。举例来说,买进ABC公司12月份50美元看跌期权的人,就等于有权利在12月之前以每股50美元的价格,卖出100股的ABC公司股票。买进看跌期权的人,往往希望市场会下跌;而卖出该期权的人,则希望股价持平、上升或至少跌幅小于其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当初卖出期权的价金收益。看跌期权是看涨期权的反向商品。

定性分析 (qualitative analysis): 以非数量因素例如市场占有率、企业所在地、产业族群、知名度等所做的分析。

定量分析(quantitative analysis): 基于财务数字所做的分析。

股市次波段 (secondary movements in the stock market): 查尔斯·道指出，根据作用与反作用定律，市场主波段出现后，一定会有反方向的次波段产生，幅度至少是主波段的3/8。举例来说，一个市场如果上涨了10点，接下来就可能下挫4点。市场的主波段与次波段定律，在个别股票上也同样适用。

红字书 (red herring): 企业首度公开上市时所提出的公开说 明书。之所以称为红字书，是因为这份文件通篇都是用红色印刷，以警告投资人注意风险。

保留收益 (retained earnings): 公司所保留未分配给投资人的净利，通常是为支付公司的特殊专案或作为一般经费使用。

投资资本报酬率 (return on ivested capital): 企业净利加上利息支出费用，除以企业的总资产。

证管会(Securities and Exchange Commission, SEC): 美国政府用以管辖证券业的机关；于1930年代新政(New Deal)时期设立。

证管会文件 (Securities and Exchanges Commission documents): 美国证管会规定企业要在特定时候缴交的特定文件。10-K是年度经营与财务报告；10-Q是每季的财务报告；企业若有重大变革或发生不在计划之内的事件，则必须在15天之内缴交8-K报告。此外，企业还必须缴交年度股东大会的投票委任书报告，遇有购并案时的购并投票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

委任书报告,以及股票公开上市时的公开说明书。

求偿顺位较高的证券(senior security): 在企业清算时求偿权高于股票的证券,又称高等证券。例如债券或特别股。

卖空(short sale):股票被不具所有权的投资人所卖出。这支股票随后一定要从当初被借走的地方把头寸补齐。一个“卖空”的投资人往往在市场下跌时抛出股票,希望自己能在稍后以更低的价钱把股票买回来,以便从中赚取利润。

股票分割(split): 把现有流通在外的股票数量分割成更多的数量,但是股东所拥有的股权百分比不变。

总投资报酬率(total return): 股息加上资本利得(股票增值的部分)。

认股权证(warrants): 一种通常与债券或股票一起发行的证券,持有人可以在特定时间内以特定价格买进特定比例的股票。认股权证可以转手,且在主要交易所交易。有时称为购买权证 (subscription warrants), 或股票购买权证(stock purchase warrants)。

营运资本(working capital): 流动资产超出流动负债的部分,这是衡量一家企业强弱的主要指标。

殖利率 (yield):现金收益与投资人所投入金额的百分比,也就是年度股息除以股价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐读物

BOOKS

Baruch, Bernard. *My Own Story*, 1957. No longer available. Look for it in used bookstores and through rare book dealers.

Bishop, George W., Jr. *Charles H. Dow and the Dow Theory*. New York: Appleton – Century – Crofts, 1960. This book is out of print. If yor can find it at a used bookstore, as I did, grab it.

Bodie, Zvi, Alex Kane, and Alan J. Marcus. *Investments*, 2nd ed. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1991.

Branch, Ben. *Investments: Principles and Practices*. Chicago: Dearborn Financial Publishing, 1989.

Brandes, Charles H. *Value Investing Today*. Homewood, IL: Dow Jones – Irwin, 1989.

Carret, Philip. *The Art of Speculation*, 1930. This classic book was written by the founder of the Pioneer Fund, who is still actively traveling and investing today though he is more than 90 years old. This rare book can be located through Wall Street Books,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

P. O. Box 24A06, Los Angeles, CA90023. Tel. 310 – 476 – 6732.

Cohen, Jerome B., Edward D. Zinbarg, and Arthur Zeikel. *Investment Analysis and Portfolio Management*, 5th ed. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1986.

Coulson, D. Robert. *The Intelligent Investor' s Guide to Profiting from Stock Market Inefficiencies*. Chicago: Probus Publishing, 1987.

Downes, John, and Jordan Elliot Goodman. *Finance and Investment Handbook*, 4th ed. Hauppauge, NY: Barron' s Educational Series, 1995.

Fischer, Donald E., and Ronald J. Jordan. *Security Analysis and Portfolio Management*, 5th ed. Des Moines, IA: Prentice – Hall, 1991.

Fisher, Kenneth. *Super Stocks*. Homewood, IL: Dow Jones – Irwin, 1984.

Fisher, Philip. *Paths to Wealth Through Common Sptocks*, 1960. Look for this book through Wall Street Books. See the Phillip Carret entry.

Francis, Jack Clark. *Investments: Analysis and Management*, 5th ed. New York: McGraw – Hill, 1991.

Graham, Benjamin, and David L. Dodd. *Security Analysis*, New York: McGraw – Hill, 1934; 2nd ed., 1940; 3rd ed., 1951; 4th ed. (with Sidney Cottel and Charles Tatham), 1962; 5th ed., (Frank E. Block, Roger F. Murray, and Sydney Cottle), 1988.

Graham, Benjamin, and Charles McGolrick. *The Interpretation of Financial Statements*. New York: Harper & Row, 1937; 2nd ed., 1955. Look for this book in every used bookstore you can

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

find. Simple and easy to read, it illuminates the classic concepts of finance.

Graham, Benjamin. *Storage and Stability: A Modern Ever – Normal Granary*. New York: McGraw – Hill, 1937. There are people who say that if the proposals accepted at Bretton Woods had belonged to Ben Graham rather than John Maynard Keynes, the world would be a peaceful, well – fed place today.

Graham, Benjamin. *World Commodites and World Currency*. New York: McGraw – Hill, 1944. A follow – on to *Storage and Stability*.

Graham, Benjamin. *The Intelligent Investor*. New York: Harper & Row, 1949; 2nd ed., 1954; 3rd ed., 1959; 4th ed., 1973.

Graham, Benjamin(transl.) . *The Truce by Mario Benedetti*. New York: Harper & Row, 1967. From the Spanish.

Grant, James. *Minding Mr. Market: Ten Years on Wall Street with Grant's Interest Rate Observer*. New York: Farrar Straus Giroux, 1993. An entertaining look at the stupidity and sagacity of Wall Street.

Hagstrom, Robert G., Jr. *The Warren Buffett Way: Investment Strategies of the World's Greatest Investor*. New York: John Wiley, 1994.

Hirt, Geoffrey A., and Stanley B. Block. *Fundamentals of Investment Management*, 4th ed. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1992.

Kilpatrick, Andrew. *Warren Buffett: The Good Guy of Wall Street*. New York: Donald I. Fine, 1992.

Kilpatrick, Andrew. *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*. Birmingham, AL: AKPE, 1994.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Klarman, Seth. *Margin of Safety: Risk – Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor*. New York: Harper Business, 1991.

Lewis, Michael. *Liar's Poker*, New York: Penguin Books, 1989. Read this for entertainment, but also to remind yourself that the companies we invest in aren't simply abstract pieces of paper called stocks. They are made up of real people doing some outrageous things.

Loew, Janet. *Benjamin Graham on Value Investing: Lessons from the Dean of Wall Street*. Chicago: Dearborn Financial Publishing, 1994.

Loew, Janet, *Keys to Investing in International Stocks*. New York: Barron's, 1993.

Loew, Janet, and Geraldine Weiss. *Dividends Don't Lie: Finding Value in Blue Chip Stoip Stocks*. Chicago: Dearborn Financial Publishing, 1989.

Lynch, Peter, with John Rothchild. *One Up on Wall Street: How to Use What you Already Know to Make Money in the Market*. New York: Penguin Books, 1990. The first third of the book is overly basic, but hang in there. Lynch's book is disorganized and often couched in nonsequiturs, but if you pay attention and read the message behind the words, it becomes clear why he made so much money for Fidelity Magellan.

Lynch, Peter, with John Rothchild., *Beating the Street*. New York: Simon & Schuster, 1993.

O'Higgins, Michael, and John Downes. *Beating the Dow*, New York: Harper Perennial, 1992.

Radcliffe, Robert C. *Investment*. Glenview, IL: Harper Collins,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1990.

Reilly, Frank K. *Investment Analysis and Portfolio Management*, 3rd ed. Orlando, FL: Harcourt Brace, 1989.

Rhea, Robert. *The Dow Theory*, 1932. Yhis chassic book is no longer in print. Copies may be available through Wall Street Books. For full details, check the listing on Philip Carret.

Smith, Adam. *Supermoney*. New York: Random House, 1972.

Soros, George. *The Alchemy of Finance*. New York: John Wiley, 1987. This is sophisticated stuff. Too risky for the value investor, but fascinating reading.

Train, John. *The Midas Touch*. New York: Harper & Row, 1987. A bit dated and flip in tone, it nonetheless has some good lessons.

Train, John. *The Money Masters*. New York: Harper & Row, 1980.

Train, John. *The New Money Masters*. New York: Harper & Row, 1989. This is "The Midas Touch II."

INVESTMENT DATA RESEARCH SOURCES

Barron's: 200 Liberty St., New York, NY 10281.

The Economist: 111 West 57th St., New York, NY 10019.

The Financial Times: 14 E. 60th St. New York, NY 10126. Daily newspaper published in London. Carries international news and share prices.

Morgan Stanley Inc.: 1633 Broadway, New York, NY 10019. Morgan Stanley capital investment perspective, published quarterly. Price and financial data on 1750 foreign securities.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Standard & Poor's Stock Sheets: Standard & Poor's Corp., 25 Broadeay, New York, NY 10004. Financial data in compact form on more than 5300 common and preferred stocks, published monthly.

Value Line Investment Surveys: 711 Third Ave., New York, NY 10017. One – page reports and analysis for 1700 companies. All reports updated each 13 weeks; industries updated weekly.

The Wall Street Journal: subscription address and telephone number: 200 Burnett Rd., Chicopee, MA 10120. Call 1 – 800 – JOUR – NAL. The foremost financial newspaper worldwied.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资胜经

本杰明·格兰汉姆经典投资战略



学习使沃伦·巴菲特成为百万富翁的投资法!

《价值投资胜经》主要阐述传奇的股票投资者本杰明·格兰汉姆的投资战略，这些战略使其学生沃伦·巴菲特成为亿万富翁。

这本书所谈的时代已经到来。在一个有着疯狂的股市和成千上万共同基金的时代，珍妮特·洛介绍了大量明智的投资之法。我郑重推荐本书。

——理查德·罗素

《道氏理论信札》编辑和出版人

明确的价值投资哲学可能是对投资人最好的指导。许多年来，这些基本的原理已成为我们成功的基础。

——查尔斯·布兰迪

布兰迪投资合伙公司总经理

《价值投资胜经》的研究深入，论述明白。新的投资者会发现许多方法使其储蓄增长。当难于作出明确的投资决策时，重读珍妮特的书能使你避开危机。

——艾文·卡恩

卡恩兄弟基金公司创始人、财务分析师


ISBN 978-7-5080-4602-0

定价：29.00元

5-2